



**Universidade de Brasília - UnB**

**Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas  
Públicas**

**Departamento de Economia**

# **POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL: DA HIPERINFLAÇÃO AO REGIME DE METAS**

**Thiago Fontan Malheiros**

**Monografia apresentada ao Departamento de  
Economia da Universidade de Brasília como requisito  
parcial para a conclusão do curso de ciências econômicas**

**Orientador: Prof. Dr. Carlos Alberto Ramos**

Brasília - DF

2024

Thiago Fontan Malheiros

## RESUMO

Esta monografia investiga a evolução da política monetária no Brasil, analisando seu papel na estabilização macroeconômica e controle da inflação. Para isso, o estudo percorre os diferentes momentos da macroeconomia brasileira, desde os planos de estabilização das décadas de 1980 e 1990 até a adoção do regime de metas de inflação em 1999 e seus desdobramentos até 2024. O trabalho apresenta uma revisão teórica sobre os principais modelos que orientam a condução da política monetária, além de examinar os desafios enfrentados pelo Banco Central diante de cenários adversos. Com base em uma abordagem crítica e analítica, o estudo busca compreender as circunstâncias em que a meta de inflação não foi cumprida e os fatores que influenciaram tais desvios, oferecendo uma visão abrangente sobre a efetividade da política monetária no país.

**Palavras-chave:** Política Monetária, Inflação, Economia Brasileira, Regime de Metas de Inflação.

## **ABSTRACT**

This monograph investigates the evolution of monetary policy in Brazil, analyzing its role in macroeconomic stabilization and inflation control. To this end, the study examines different phases of Brazilian macroeconomics, from the stabilization plans of the 1980s and 1990s to the adoption of the inflation targeting regime in 1999 and its developments up to 2024. The research presents a theoretical review of the main models that guide the conduct of monetary policy, as well as an examination of the challenges faced by the Central Bank in adverse scenarios. Through a critical and analytical approach, the study seeks to understand the circumstances in which the inflation target was not met and the factors that contributed to such deviations, providing a comprehensive perspective on the effectiveness of monetary policy in the country.

**Keywords:** Monetary Policy, Inflation, Brazilian Economy, Inflation Targeting Regime.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Modelo IS-LM .....	11
Gráfico 2 - Curva IS inelástica .....	12
Gráfico 3 - Curva de Phillips .....	13
Gráfico 4 - IPCA Variação Mensal (%) 1984 - 1998.....	26
Gráfico 5 - Metas e taxas efetivas de inflação no Brasil 1999 – 2024 .....	29
Gráfico 6 - Taxa Selic e IPCA (%) 2011 – 2018.....	33
Gráfico 7 - Taxa trimestral de desocupação (%) 2019 – 2021.....	35
Gráfico 8 - Taxa Selic e IPCA (%) 2019 – 2021.....	36
Gráfico 9 - Taxa de câmbio R\$/US\$ comercial (valor de venda) média 2023 – 2024.....	37

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Taxa de inflação no Brasil 1984 – 1993.....	24
Tabela 2 - Balança comercial (FOB) em US\$ milhões 1990 – 1998.....	27
Tabela 3 - Crescimento do PIB (%) 1994 – 1998 .....	27
Tabela 4 - Dívida pública brasileira em US\$ milhões 1994 – 1998 .....	28
Tabela 5 - Balança comercial (FOB) em US\$ milhões 1995 – 2002.....	31
Tabela 6 - Cotação média da taxa de câmbio (R\$/US\$) 1995 - 2002.....	31

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>9</b>
2.1. EVOLUÇÃO DO PENSAMENTO ECONÔMICO .....	9
2.1.1. Keynesianismo .....	9
2.1.2. Síntese neoclássica .....	11
2.1.3. Monetarismo.....	12
2.1.4. Novo-keynesianismo .....	14
2.2. REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO .....	15
<b>3. O CONTROLE DA HIPERINFLAÇÃO .....</b>	<b>20</b>
3.1. TENTATIVAS FRUSTRADAS DE ESTABILIZAÇÃO DA ECONOMIA .....	20
3.2. O PLANO REAL .....	24
<b>4. A POLÍTICA MONETÁRIA APÓS O REGIME DE METAS.....</b>	<b>28</b>
<b>5. CONCLUSÃO .....</b>	<b>38</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS: .....</b>	<b>40</b>

## 1. INTRODUÇÃO

A política monetária desempenha um papel central na estabilização macroeconômica de um país, influenciando variáveis fundamentais como inflação, taxa de juros e crescimento econômico. No caso do Brasil, a condução da política monetária tem sido historicamente desafiadora, em razão da vulnerabilidade do país a choques externos, da volatilidade do regime cambial e da instabilidade inflacionária que marcou grande parte do século XX. A transição de um cenário de hiperinflação para um ambiente de relativa estabilidade de preços demandou sucessivas reformas e a implementação de um arcabouço institucional robusto, culminando na adoção do regime de metas de inflação em 1999. Diante desse contexto, o presente trabalho busca analisar a evolução da política monetária brasileira, desde os períodos de descontrole inflacionário até os desafios contemporâneos enfrentados no contexto do regime de metas.

Para compreender as nuances da política monetária no Brasil, é fundamental recorrer a uma revisão teórica que contemple os principais pensamentos econômicos a respeito da condução da política monetária. O primeiro capítulo da monografia abordará a literatura acadêmica sobre o tema, destacando as contribuições das escolas keynesiana, neoclássica e monetarista, além das abordagens contemporâneas que moldam a prática das autoridades monetárias. Especial atenção será dada à teoria que fundamenta o regime de metas de inflação, amplamente adotado por diversos países, incluindo o Brasil, como instrumento de ancoragem das expectativas e controle inflacionário. A análise teórica fornecerá o embasamento necessário para compreender as decisões de política monetária adotadas ao longo das últimas décadas.

No segundo capítulo, este trabalho discutirá os principais planos de estabilização que buscaram controlar a hiperinflação brasileira nas décadas de 1980 e 1990. Desde o Plano Cruzado, passando pelos Planos Bresser, Verão e Collor, até a consolidação do Plano Real, será analisado o contexto macroeconômico de cada período, os instrumentos utilizados para o combate à inflação e os desafios que impediram a sustentabilidade de algumas dessas estratégias. O êxito do Plano Real na estabilização da economia representou um divisor de águas, possibilitando a criação de um ambiente institucional mais propício ao controle da inflação e ao desenvolvimento econômico de longo prazo.

Por fim, o terceiro capítulo se concentrará na política monetária brasileira sob o regime de metas de inflação, com ênfase nos principais desafios enfrentados desde sua implementação em 1999 até o ano de 2024. Serão discutidas as condições macroeconômicas que influenciaram as decisões do Banco Central, incluindo crises externas, oscilações cambiais, choques de oferta e demanda, além das políticas fiscais e seus efeitos sobre a inflação e os juros. Especial atenção será dada aos períodos em que a meta de inflação não foi cumprida, buscando identificar os fatores que levaram a tais desvios e suas implicações para a credibilidade da política monetária.

Dessa forma, esta monografia pretende contribuir para uma compreensão mais ampla sobre a evolução da política monetária no Brasil, evidenciando as transformações institucionais e os desafios persistentes na busca pela estabilidade macroeconômica. A partir de uma revisão da literatura, o presente trabalho busca fornecer uma visão abrangente e crítica sobre o papel do Banco Central e a efetividade da política monetária no controle da inflação e na promoção do crescimento sustentável do país.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

O presente capítulo será dividido em duas seções. A primeira tem por finalidade apresentar a evolução dos principais conceitos referentes às teorias macroeconômicas, que serão o embasamento para a análise e discussão acerca da política monetária no Brasil. Após isso, será explorado do que consiste o regime de metas de inflação, tanto em seu âmbito operacional no país, quanto seu embasamento teórico.

### **2.1. EVOLUÇÃO DO PENSAMENTO ECONÔMICO**

Aqui será feita uma revisão literária do pensamento keynesiano, neoclássico, monetarista e novo-keynesiano, a fim de expor o longo debate acerca da política monetária e sua função na macroeconomia.

#### **2.1.1. KEYNESIANISMO**

O pensamento econômico de John Maynard Keynes emergiu como uma resposta crítica ao modelo clássico de economia que prevalecia até a década de 1930, especialmente diante do cenário de um desemprego em níveis elevados e persistentes durante a Grande Depressão. Antes de Keynes, predominava-se a crença ortodoxa de que o mercado se autorregulava, que os mecanismos de oferta e demanda eram suficientes para garantir o pleno emprego e que o papel do Estado na economia deveria ser mínimo.

No entanto, com o colapso econômico mundial, essas ideias começaram a ser amplamente questionadas, e então Keynes (1936) desafia o pressuposto de que a economia tenderia naturalmente para o equilíbrio de pleno emprego – como sugerido pela Lei de Say –, sugerindo que o nível de emprego e de produção eram determinados pela demanda agregada e que, em situações de baixa demanda, a economia poderia ficar presa em um estado de subemprego, sem que houvesse mecanismos automáticos para corrigir essa situação.

Outros autores, como Minsky (1986), Kregel (1971) e Davidson (2002) compartilham das teorias que formulam o keynesianismo. Nesse sentido, a economia não seria um sistema

fechado e previsível, mas consideravelmente mais complexo, sujeito a choques e flutuações, sobretudo com o advento do conceito da incerteza, que desempenha um papel fundamental no pensamento keynesiano, especialmente no que diz respeito ao investimento e à taxa de juros.

Diferentemente do risco, que pode ser mensurado e calculado, a incerteza é incalculável, uma vez que não há como prever o futuro com precisão. Em um cenário de incerteza, os agentes econômicos se tornam avessos ao risco e, em períodos de crise ou expectativas negativas, tendem a postergar ou reduzir o investimento – um dos principais componentes da demanda agregada, responsável por impulsionar o crescimento econômico e o nível de emprego. Ademais, este cenário faz com que a moeda se torne desejável pela flexibilidade que sua liquidez provê, permitindo que ocorra entesouramento, o que vai de encontro com a Teoria Quantitativa da Moeda, uma vez que a moeda passaria a ser endógena e não-neutra.

Quando os agentes deixam de investir devido à incerteza, a economia pode entrar em um ciclo vicioso de retração econômica, resultando em um aumento multiplicado do desemprego e queda na renda. Além disso, a incerteza também afeta a taxa de juros, uma vez que ela eleva a preferência pela liquidez dos agentes, pressionando, portanto, as taxas de juros para cima. Assim, ela não apenas influencia diretamente as decisões de investimento, mas também as condições financeiras, moldando o cenário econômico de forma profunda.

A Política Monetária, por sua vez, ocupa um papel de destaque como um dos principais instrumentos de intervenção estatal na economia, uma vez que esta pode causar efeitos reais na mesma (DAVIDSON, 2002). Para Keynes, ela deveria ser utilizada de forma ativa para controlar a oferta de moeda e, conseqüentemente, influenciar a taxa de juros, a qual, em sua visão, desempenha um papel central na determinação do nível de investimento e, por extensão, do nível de emprego e produção. Em momentos de recessão, o autor argumentava que o Banco Central deveria adotar políticas monetárias expansionistas, como a redução das taxas de juros e o aumento da oferta monetária, para estimular o investimento privado e a demanda agregada.

No entanto, Keynes também era cético quanto à eficácia exclusiva da Política Monetária, uma vez que o investimento depende da diferença positiva entre a eficiência marginal do capital (rentabilidade esperada) e a taxa de juros (custo do investimento). Dito isso, uma expansão monetária pode não ser o suficiente para incentivar o investimento, caso a taxa de juros permaneça maior do que a eficiência marginal do capital.

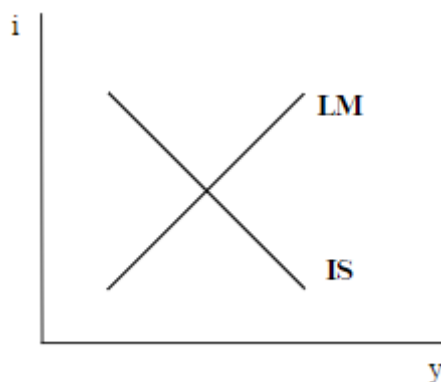
Nesse sentido, ele defendia que a Política Fiscal, por meio de gastos públicos diretos em infraestrutura, saúde, educação e outros setores, deveria complementar a Política Monetária em momentos de crise, atuando como um motor de estímulo direto à demanda agregada. Portanto, no modelo keynesiano, ambas as políticas deveriam ser usadas de maneira conjunta e coordenada, com o objetivo de estabilizar a economia, evitar o desemprego em massa e garantir o crescimento sustentável.

### 2.1.2. SÍNTESE NEOCLÁSSICA

Com o intuito de reconciliar as ideias de Keynes com o arcabouço da economia clássica, John Hicks, em 1937, publica o artigo "Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation". Acreditava-se que, com o uso adequado da política monetária e fiscal, a visão ortodoxa da economia prevaleceria (BLANCHARD, 1988). A partir desse trabalho, é desenvolvida o que seria chamada de síntese neoclássica, a qual, dentre seus autores, destacam-se Hicks (1937), Modigliani (1944) e Hansen (1949).

As contribuições dos economistas neoclássicos deram origem ao modelo IS-LM, no qual os agentes agem de maneira mecanicamente previsível. Nele, a curva IS (Investment-Saving) reflete o equilíbrio no mercado de bens, onde a renda (ou o produto) é determinada pelas interações entre o consumo, o investimento e as taxas de juros. Por outro lado, a curva LM (Liquidity Preference-Money Supply) descreve o equilíbrio no mercado de moeda, onde a oferta de moeda, definida pela política monetária, interage com a demanda por liquidez, determinada pela taxa de juros e pela renda (HANSEN, 1953). Graficamente, o modelo é representado a seguir:

Gráfico 1 - Modelo IS-LM

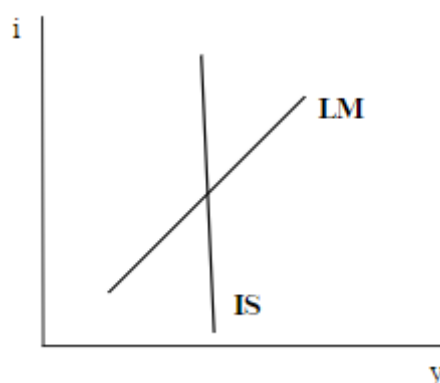


Elaboração do autor.

O ponto de interseção entre ambas as curvas representa o equilíbrio simultâneo nos dois mercados e define a renda e a taxa de juros de equilíbrio da economia. Assim sendo, quando a economia está operando em um nível abaixo do pleno emprego, a utilização de políticas monetárias e fiscais são eficazes pela sua capacidade de elevar a demanda agregada (MODIGLIANI, 1944).

Entretanto, Hansen (1949) também destaca uma situação onde a curva IS é quase ou totalmente inelástica – demonstrando baixíssima sensibilidade à taxa de juros –, como representado no gráfico abaixo. Isso é visto, especialmente, em situações de depressão econômica, onde o nível de renda é consideravelmente baixo.

Gráfico 2 - Curva IS inelástica



Elaboração do autor.

Dessa forma, a inelasticidade do investimento com relação às mudanças na taxa de juros faz com que a política monetária não seja eficaz no estímulo da demanda agregada, deixando, assim, de causar efeitos reais na economia.

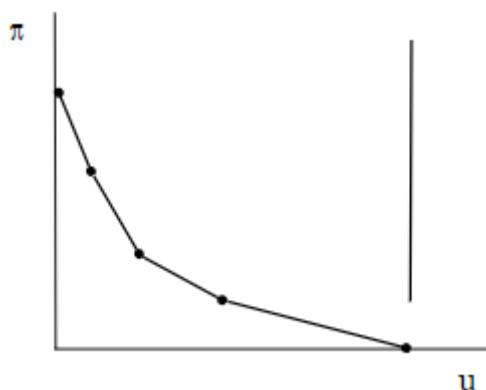
### 2.1.3. MONETARISMO

O pensamento monetarista de Milton Friedman surgiu como uma reação ao keynesianismo predominante no período pós-Segunda Guerra Mundial e à síntese neoclássica. Enquanto o keynesianismo colocava grande ênfase no papel ativo do governo para estabilizar a economia, Friedman (1956) defendia uma visão mais limitada sobre o papel do governo, sendo uma de suas críticas centrais referentes à ênfase na gestão da demanda agregada por meio de políticas fiscais discricionárias, que, segundo ele, levavam a flutuações econômicas desnecessárias e à amplificação dos ciclos econômicos.

O monetarismo de Friedman afirmava que as tentativas de manipular a demanda agregada eram ineficazes e prejudiciais, especialmente no longo prazo. Sendo assim, o principal determinante da inflação se consistia no crescimento excessivo da oferta de moeda, e, portanto, o controle da inflação deveria se dar por meio de uma política monetária estável e previsível, rejeitando as práticas discricionárias defendidas pelos keynesianos.

Uma das principais contribuições de Friedman para a macroeconomia foi a introdução dos efeitos gerados pelas expectativas dos agentes, especialmente quanto sua teoria das expectativas adaptativas – intimamente ligada à sua crítica da curva de Phillips. Originalmente, a curva de Phillips sugeria uma relação inversa entre inflação e desemprego, ou seja, que era possível reduzir o desemprego à custa de uma inflação mais alta. No entanto, Friedman argumentou que essa relação só existia no curto prazo, pois no longo prazo, os agentes econômicos ajustariam suas expectativas de inflação com base na experiência passada, um processo que ele chamou de "expectativas adaptativas". À medida que as expectativas de inflação se ajustam, a curva de Phillips torna-se vertical no longo prazo, indicando que não há trade-off sustentável entre inflação e desemprego, como demonstrado no gráfico 3.

Gráfico 3 - Curva de Phillips



Elaboração do autor

O aumento da inflação além de suas expectativas iniciais, resultaria apenas em uma elevação temporária da produção e do emprego por meio da chamada ilusão monetária, até que os agentes atualizassem suas expectativas e exigissem salários maiores para compensar o aumento do custo de vida. Esse ajuste restauraria o desemprego ao seu nível natural, definido por fatores estruturais, e deixaria a economia com níveis mais altos de inflação.

A atuação ideal da política monetária para Friedman foi amplamente discutida em seu artigo "The Role of Monetary Policy" (1968), no qual ele argumenta que a principal função da

política monetária não é controlar diretamente variáveis reais, como emprego ou crescimento econômico, mas sim garantir a estabilidade da oferta de moeda e, portanto, da taxa de inflação. Dessa forma, a política monetária deveria seguir regras claras e previsíveis, evitando intervenções discricionárias que pudessem criar incerteza nos mercados e gerar ciclos econômicos instáveis.

É proposto, então, que o banco central deveria adotar uma regra monetária que permitisse o crescimento da oferta de moeda a uma taxa constante e moderada, alinhada com o crescimento da economia, de modo a evitar tanto a inflação quanto a deflação. Por fim, a política monetária deveria ser independente da política fiscal e focada unicamente no controle da oferta de moeda, de forma a garantir a estabilidade macroeconômica. Essa separação clara entre as duas políticas visava evitar a tentação de financiar déficits fiscais por meio da emissão de moeda, prática que, segundo Friedman, seria a principal fonte de inflação em muitas economias.

#### **2.1.4. NOVO-KEYNESIANISMO**

A teoria novo-keynesiana surge após o declínio da síntese neoclássica, com as contribuições monetaristas, citadas anteriormente, e de autores novos-clássicos, como Robert Lucas (1976), que questionavam a eficácia das intervenções governamentais, argumentando que os agentes econômicos formam expectativas racionais e, conseqüentemente, neutralizam os efeitos das políticas econômicas. Ademais, os novos-clássicos e os novos-keynesianos compartilham da explicação de acontecimentos macroeconômicos a partir de fundamentação microeconômica.

Diferentemente das expectativas adaptativas propostas por Friedman (1956), as expectativas racionais consistem na capacidade de antecipação do resultado do modelo relevante (SIMONSEN, 1980). Isto implica, para os novos-clássicos, que uma mudança na oferta de moeda não poderia causar efeitos reais na economia, mesmo no curto prazo, uma vez que os agentes a compreenderiam e ajustariam suas expectativas de modo a impossibilitar a ocorrência da ilusão monetária.

No entanto, os novos-keynesianos, como Blanchard (2000), Romer (2000) e Mankiw (1990) argumentam que, embora a economia de mercado tenda ao equilíbrio no longo prazo, ela é caracterizada pela rigidez de preços e salários no curto prazo, que impedem o ajuste pleno dessas variáveis. Isto posto, mesmo os agentes sendo movidos por expectativas racionais, um aumento da oferta de moeda não seria acompanhado por uma elevação imediata dos preços no

curto prazo, mas possibilitaria a ocorrência de mudanças na produtividade e no emprego, ainda que isso não se sustente no longo prazo.

Uma das principais contribuições da teoria novo-keynesiana está no modelo de três equações, que oferece uma visão integrada do funcionamento macroeconômico. Este modelo é composto pela curva IS, que descreve o equilíbrio no mercado de bens e serviços; pela curva de Phillips (PC), que reflete a relação entre desemprego e inflação; e pela regra monetária (MR), que descreve a função de reação da política monetária ao comportamento da inflação e da atividade econômica.

A curva IS equaciona a demanda agregada da economia, considerando que as decisões de consumo e investimento dos agentes estão ancoradas em expectativas sobre o futuro e nas taxas de juros reais. Já a curva de Phillips é central para a análise novo-keynesiana, pois inclui as expectativas de inflação, capturando a ideia de que as rigidezes nominais, como salários e preços, ajustam-se lentamente. Essas rigidezes são essenciais para a compreensão das flutuações econômicas no curto prazo, uma vez que o ajuste incompleto de preços e salários provoca desequilíbrios que resultam em variações na produção e no emprego. A rigidez de preços, em particular, faz com que choques de demanda não sejam absorvidos instantaneamente, levando a alterações nas quantidades produzidas antes que os preços se ajustem, o que justifica a intervenção de políticas econômicas. Por fim, a Regra Monetária, baseada na regra de Taylor, guia a reação dos bancos centrais de forma sistemática às variações da inflação e do hiato do produto, ajustando a taxa de juros para estabilizar a economia (CARLIN; SOSKICE, 2006). Assim sendo, não há simultaneidade na mecânica do modelo: a demanda define a inflação, que define a taxa de juros, que, por sua vez, define o produto (ROMER, 2000).

No que tange a atuação da política monetária, para os novos-keynesianos, esta deve ser conduzida de forma independente, com foco na estabilidade de preços e no controle das expectativas inflacionárias, para minimizar os custos associados à rigidez de preços e salários, utilizando de metas inflacionárias para tal.

## **2.2. REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

Baseado na experiência da Nova Zelândia em 1990 e de outros países como Canadá, Reino Unido e Suécia ao longo da década, o Brasil passou a adotar o regime de metas como

principal direcionador da política monetária a partir de 21 de Junho de 1999, com a finalidade de garantir o equilíbrio do nível geral de preços (BRASIL, 2023).

Conforme o Decreto Presidencial nº 3.088 e a Resolução nº 2.615, cabe ao Conselho Monetário Nacional (CMN) definir anualmente as metas a serem seguidas, assim como seus respectivos intervalos de tolerância, até 30 de Junho do ano anterior. O índice utilizado para estipular tais metas é o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulado de janeiro a dezembro. Quanto ao cumprimento das metas, o Banco Central do Brasil (BCB) é encarregado de as alcançar e, para isso, utiliza como instrumento principal a variação da taxa básica de juros através da compra e venda de títulos públicos. Isto, por sua vez, afeta o custo do crédito e o consumo, visando impactar a demanda agregada e, conseqüentemente, guiar as expectativas de inflação em direção à meta (CLARIDA; GALI; GERTLER, 1999).

As alterações mencionadas na taxa Selic são determinadas por meio de reuniões realizadas oito vezes por ano entre o Comitê de Política Monetária (Copom), as quais têm suas atas divulgadas publicamente. Nessas reuniões, variáveis como a expectativa de inflação, o hiato do produto e a inflação corrente, são analisadas a fim de avaliar os fatores determinantes da inflação e sua provável trajetória no horizonte relevante (BRASIL, 2023).

Em casos de descumprimento da meta estabelecida pelo CMN, o Presidente do BCB deve redigir uma carta aberta ao Ministro da Fazenda, deixando público as razões pelo descumprimento e o que será feito para retornar à meta.

“A principal justificativa para a estrutura implementada é a necessidade de desenvolver credibilidade para a condução da política monetária, o que por sua vez está relacionado, de forma direta, com a história de lhanza do BC. No caso de o BC obter sucesso ao longo dos anos no alcance das metas para inflação, isso implica conquista de reputação. Essa reputação é muito importante nesse sistema porque os agentes passam a acreditar que a autoridade monetária será capaz de controlar a inflação futura, o que, por conseguinte, revela ganho de credibilidade.” (MENDONÇA, 2007, p. 432)

A credibilidade e a previsibilidade da política monetária são fatores de grande relevância para ancorar as expectativas dos agentes econômicos, o que influencia diretamente na condução e na eficácia do regime de metas. Isto posto, a transparência na comunicação do Banco Central desempenha um papel fundamental ao utilizar medidas de prestação de contas, como as atas de reuniões do Copom e a exigência de retratação em caso de descumprimento da meta (SILVA; HENNINGS; GUTIERREZ, 2009).

Embora a teoria econômica ainda apresente divergências, desde o fim da década de 1980 surgiram evidências de um novo consenso na macroeconomia, a partir de modelos novos-keynesianos (CLARIDA; GALI; GERTLER, 1999). Isto implica na aceitação da neutralidade da política monetária no longo prazo e sua não-neutralidade no curto prazo. Sob essa perspectiva, bancos centrais ao redor do mundo passaram a adotar o controle da inflação como prioridade em suas políticas monetárias.

Taylor (1997) resumiu esse núcleo essencial da macroeconomia moderna em cinco elementos centrais:

- i. O produto real de longo prazo, ou produto potencial, pode ser entendido através do modelo de crescimento neoclássico com tecnologia endógena;
- ii. Não há um trade-off permanente entre inflação e desemprego. Assim, enquanto a política monetária influencia a inflação, ela é neutra para variáveis reais em horizontes de longo prazo. Este princípio, de grande importância prática para a política econômica, sugere que os bancos centrais devem adotar e perseguir uma meta de inflação de longo prazo;
- iii. No curto prazo, há um trade-off entre inflação e desemprego. Isto posto, a Curva de Phillips é admitida. Ainda que hajam discussões a respeito de sua causa, esse efeito é atribuído majoritariamente à rigidez temporária de preços e salários. Diante disso, a política monetária deve garantir a estabilidade no crescimento da demanda agregada, reduzindo flutuações no produto real e na inflação;
- iv. As expectativas de inflação e de futuras decisões políticas são endógenas e quantitativamente significantes. Isso significa que a política econômica molda fortemente as expectativas dos agentes, sendo estas essenciais para compreender os efeitos das políticas monetária e fiscal;
- v. Os *policymakers* devem fazer mudanças graduais seguindo regras claras. Em termos de política monetária, isso implica decisões fundamentadas em uma função de reação, ajustando a taxa de juros de curto prazo conforme os eventos econômicos.

A percepção de Taylor sobre o comportamento prático dos bancos centrais não apenas foi incorporada aos modelos macroeconômicos, como também veio a adquirir uma fundamentação microeconômica, como exposto por Ramos (2023). Dessa forma, o modelo

consiste em três equações: CP (Curva de Phillips), IS (*Investment-Saving*) e MP (*Optimal Monetary Policy*).

A Curva de Phillips descreve a relação inversa entre inflação e hiato do produto, ou desemprego, no curto prazo. Portanto, é possível fazer um paralelo à Oferta Agregada que, também no curto prazo, constata uma relação positiva entre inflação e nível de emprego. Podemos expressá-la da seguinte forma (RAMOS, 2023):

$$\pi_t = \pi_t^e + \beta_\pi (y_t - y_t^{pe}) + \varepsilon_S$$

Onde:

- $\pi_t$  representa a taxa de inflação no período t;
- $\pi_t^e$  representa a taxa esperada de inflação no período t;
- $\beta_\pi$  representa o coeficiente que indica a sensibilidade de inflação ao hiato do produto, quanto maior a rigidez dos preços menor será  $\beta_\pi$ ;
- $y_t - y_t^{pe}$  representa o hiato do produto no período t, em termos percentuais, onde  $pe$  se refere ao produto potencial;
- $\varepsilon_S$  representa os choques temporários de oferta.

Isso indica que a inflação corrente depende positivamente do hiato do produto ( $y_t - y_t^{pe}$ ) e das expectativas de inflação ( $\pi_t^e$ ). Quando o produto está acima do seu nível potencial ( $y_t - y_t^{pe} > 0$ ), ocorrem pressões inflacionárias devido ao aumento dos custos de produção e da demanda por bens e serviços. Os choques temporários de oferta ( $\varepsilon_S$ ) representam pressões inflacionárias que não estão diretamente relacionadas ao hiato do produto, como variações nos preços das commodities por fatores climáticos ou sazonais.

A curva IS representa o equilíbrio no mercado de bens e serviços, onde o nível de demanda agregada é afetado negativamente pela taxa de juros real, podendo ser expressa do seguinte modo (RAMOS, 2023):

$$y_t = y_t^{pe} - \alpha (i_{N,t} - \pi_t^e - i_e) + \varepsilon_D$$

Onde:

- $\alpha$  representa a sensibilidade do nível de atividade a variações na taxa real de juros;
- $i_{N,t}$  representa a taxa nominal de juros no período  $t$ ;
- $i_e$  representa a taxa real de juros de equilíbrio;
- $\varepsilon_D$  representa os choques de demanda.

Esta representação da IS considera que a expectativa da inflação futura influencia nas decisões de consumo e investimento dos agentes, em contraponto a outras versões que consideram apenas a taxa de inflação corrente na economia.

Se tratando da Regra de Taylor, esta pode ser apresentada como (RAMOS, 2023):

$$i_{N,t} = (i_e + \pi_M) + \beta_{BC,\pi}(\pi_t^e - \pi_M) + \beta_{BC,y}(y_t - y_t^{pe})$$

Onde:

- $\pi_M$  representa a meta de inflação;
- $\beta_{BC,\pi}$  representa a aversão do banco central à taxa de inflação;
- $\beta_{BC,y}$  representa a aversão ao desvio do produto;

Posto isso, nota-se que, ao enfrentar expectativas de inflação acima da meta, o BC aumenta a taxa nominal de juros, o que reduz o hiato do produto e direciona a inflação de volta à meta. Na Curva de Reação, o Banco Central também responde ao nível de produto: caso esteja acima do potencial, os juros são elevados para evitar pressões inflacionárias; em contrapartida, se a inflação e o produto estiverem abaixo da meta e do potencial, respectivamente, os juros são reduzidos.

No entanto, essa seria uma abordagem *ad hoc* da conduta dos bancos centrais. Para fundamentar microeconomicamente o modelo, seria necessário definir uma função objetivo que, no caso do BC, seria de minimizar os desvios do produto de seu nível potencial e da inflação de sua meta, em conjunto com a especificação de uma restrição, sendo a Curva de Phillips a mais adequada. Ao resolver o problema, chega-se ao que seria a MP, ou Regra Ótima de Política Monetária, expressa a seguir (RAMOS, 2023):

$$\pi_t = \pi_M - \frac{\beta_{BC,y}}{\beta_\pi}(y - y_t^{pe})$$

Por fim, ainda que o compromisso oficial dos bancos centrais seja para com o controle da inflação, isso não é feito sem considerar os efeitos no desvio do produto, sendo  $\frac{\beta_{BC,y}}{\beta_{\pi}}$  a relação que representa tal ponderação. No caso do BCB, por exemplo, isto é visto ao ser mencionado publicamente que, para possibilitar que a meta de inflação de 2023 fosse cumprida, seria necessário a elevação da taxa Selic para 26,5%, em contraponto ao valor adotado de 13,75%, o que resultaria em um crescimento do PIB de 2,3 p.p. a menos do que o verificado no período (BRASIL, 2023).

### **3. O CONTROLE DA HIPERINFLAÇÃO**

A partir de 1973, o Brasil enfrentou um aumento acentuado da inflação, influenciado por choques externos e internos, como os choques do petróleo (1973 e 1979), o aumento das taxas de juros internacionais nos anos 1980, mudanças cambiais e a utilização de mecanismos de indexação. Nos primeiros anos da década de 1980, notou-se que a relação inversa entre inflação e crescimento econômico não se confirmava, uma vez que a inflação persistia tanto durante recessões quanto em períodos de expansão.

Com o objetivo de estabilizar a economia e controlar o crescimento acelerado do nível geral de preços, foram criados cinco principais Planos: Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor (1990 e 1991) e Real (1994). Destes, apenas o último se provou eficaz para o conter o avanço descontrolado da inflação.

Neste capítulo, os planos econômicos serão explorados em duas seções: a primeira será destinada aos planos realizados entre 1986 e 1991, enquanto a segunda abordará exclusivamente o Plano Real.

#### **3.1. TENTATIVAS FRUSTRADAS DE ESTABILIZAÇÃO DA ECONOMIA**

Em um momento de transição entre a ditadura militar (1964-1985) e o regime democrático, José Sarney assume a presidência do Brasil em 1985. Economicamente, a principal preocupação de seu governo se tratava do combate à inflação, que havia alcançado um valor acumulado anual de 215,26% em 1984, de acordo com IPEADATA. Isto posto, o contexto econômico do país era de um mercado relativamente fechado e de forte dependência de financiamentos externos, um problema exacerbado pela crise do México (1982), a qual elevou consideravelmente os juros internacionais e retraiu os fluxos de capital para economias

emergentes (CÂMARA; SALAMA, 2005). Frente ao cenário exposto, três planos heterodoxos de contenção inflacionária foram implementados ao longo do mandato de Sarney.

O primeiro deles se tratava do Plano Cruzado (1986), o qual consistia em um conjunto de medidas que combinavam o congelamento de preços e salários com uma reforma monetária. Nesta, foi instituída uma nova moeda, denominada de Cruzado, com paridade de 1 para 1000 com o Cruzeiro, moeda vigente no país até então. Além disso, a taxa de câmbio em vigor no dia anterior foi fixada, com o objetivo de aumentar a previsibilidade de preços das importações e exportações de forma a facilitar o controle da inflação (GREMAUD; VASCONCELLOS; TORNETTO, 2007).

Assim como sugeria a escola de economia da PUC-RJ, o direcionamento adotado durante esse período era de que o componente da inflação passada, inercial, seria a verdadeira causa da inflação e de que o déficit público havia pouca relevância sob o processo inflacionário enfrentado. Dessa forma, acreditava-se que a solução para interromper a espiral inflacionária se tratava da conversão de todos os contratos da economia para o valor médio dos últimos meses, implicando em uma proibição de reajustes automáticos em bens, serviços e salários.

Apesar do seu sucesso inicial, com uma queda abrupta da inflação durante os primeiros meses, o plano Cruzado não foi capaz de cumprir seu objetivo. Em função do congelamento, que persistiu por 11 meses, diversos setores da economia se encontraram com preços defasados, freando a produção e causando um desequilíbrio na oferta, com conseqüente aumento na escassez de bens. Adicionalmente, houve um crescimento significativo da demanda interna que, em conjunto da fixação da taxa de câmbio, levou a uma deterioração das contas externas. Uma vez que o déficit público não era tratado como um fator relevante, houve uma condução excessivamente frouxa tanto da política fiscal quanto monetária ao longo do período, impossibilitando que houvesse o devido equilíbrio de oferta e demanda, contribuindo para o agravamento da inflação (GREMAUD; VASCONCELLOS; TORNETTO, 2007).

Dado o fracasso do Plano Cruzado em 1987, o Plano Bresser fora implementado como uma nova tentativa de controle inflacionário. Posto isso, a inflação passou a ser tratada como inercial e de demanda, fazendo necessário integrar ferramentas ortodoxas e heterodoxas com o objetivo de provocar um choque desinflacionário na economia. Assim sendo, passaram a ser adotadas medidas de manutenção de juros reais positivos, visando conter a demanda agregada e prevenir especulações, em conjunto de ajustes das contas públicas via elevação de tarifas,

cortes orçamentários e redução nos investimentos. Ademais, foi implementado um congelamento de preços e salários por um prazo de 3 meses, sem que houvesse uma fixação da taxa de câmbio.

Novamente, observou-se uma redução perceptível da inflação nos primeiros meses, porém incapaz de se manter por muito tempo. Antecipando um novo congelamento, os preços passaram a ser revisados preventivamente, exacerbando o desequilíbrio dos preços relativos e, conseqüentemente, causando um aumento acentuado da inflação. Não obstante, a flexibilização do congelamento possibilitou que os aumentos de tarifas, determinados no início do plano, fossem incorporados aos preços. Diante desse cenário, o governo passou a ser fortemente pressionado por reposições salariais, o que o levou a acordos com o funcionalismo público que impediram a queda do déficit.

Em janeiro de 1989, o governo de José Sarney implementa um último plano de contenção, o Plano Verão. Dentre suas medidas, destacou-se outra mudança na moeda corrente da economia, utilizando paridade de 1000 Cruzados para 1 Cruzado Novo, que se tornou a moeda oficial. No curto prazo, o plano buscava conter a demanda agregada enquanto, no médio prazo, almejava reduzir as taxas de inflação. Para isso, utilizou-se de mecanismos como juros reais elevados, restrição de crédito ao setor privado, desindexação da economia e promessa de ajuste fiscal, embora este último fosse alvo de grande ceticismo devido ao contexto eleitoral. Os preços foram novamente congelados de forma indefinida, porém com algumas revisões pontuais buscando evitar distorções como as ocorridas em tentativas anteriores. Na tentativa de desindexação, medidas econômicas como a extinção da URP<sup>1</sup> e da OTN foram implementadas.

Mesmo após uma queda inicial da inflação, o sucesso foi ainda mais breve do que o observado no Plano Bresser. Apesar das taxas de juros reais consideravelmente altas em fevereiro e março, o consumo aumentou, refletindo uma reação antecipada associada à ausência de credibilidade na política econômica. Sob pressão dos trabalhadores, o governo realizou uma nova rodada de reivindicações salariais. Paralelamente, a extinção dos indexadores eliminou os mecanismos de coordenação de expectativas. Dado esse cenário, a inflação volta a crescer acentuadamente, atingindo um acumulado anual de 1.972,91% em 1989.

---

<sup>1</sup> A Unidade de Referência de Preços (URP) foi um mecanismo de indexação criado durante o Plano Cruzado, que reajustava os salários e determinava os tetos para reajustes de preços.

Eleito em 1990, Fernando Collor inicia seu plano de contenção inflacionário no dia seguinte a sua posse como presidente. Mesclando práticas já conhecidas com iniciativas controversas, o Plano Collor trouxe a reintrodução do cruzeiro como unidade monetária, o congelamento de preços e medidas para reduzir o déficit público por meio da arrecadação tributária, tanto com a criação de novos impostos quanto por alterações no IPI e no IOF. Também, pretendia-se incentivar a abertura comercial do país a partir da criação da Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE) e do Plano Nacional de Desestatização (PND), os quais visavam, respectivamente, proporcionar às empresas brasileiras condições competitivas suficientes para enfrentar a abertura comercial sem necessitar de amparo estatal e reduzir a dívida pública por meio da privatização de empresas estatais. Entretanto, sem incentivos às exportações, houve uma deterioração substancial do saldo da Balança Comercial. Esse desequilíbrio demandou financiamento externo para o déficit em transações correntes, obrigando o Banco Central a atuar no mercado cambial e ocasionando uma expressiva desvalorização da moeda, que, por sua vez, acelerou o processo inflacionário.

Isto posto, a medida mais simbólica adotada se trata do “sequestro de liquidez”, que congelou aplicações financeiras acima de 50.000 cruzeiros por 18 meses. Esta, apesar de controversa, continha uma fundamentação teórica, como explicado por Carvalho (2000):

“A proposta de bloquear a liquidez dos ativos financeiros, contudo, não apareceu do nada, não foi uma "invenção" tirada do vazio em face do quadro particularmente adverso daquele momento, como afirmariam depois alguns dos seus críticos. Ao contrário, estava muito ligada ao debate econômico brasileiro dos anos 1980, por três grandes vertentes: a tendência de remonetização acelerada nos casos de desinflação abrupta e as dificuldades para controlá-la e evitar seus efeitos negativos sobre a estabilização dos preços; as implicações da elevada liquidez dos haveres financeiros, a chamada moeda indexada; e o rápido crescimento da dívida mobiliária interna e seu precário esquema de refinanciamento diário no mercado monetário.” (CARVALHO, 2000, p. 113)

Contudo, o efeito prático das políticas adotadas foi semelhante à dos planos anteriores: uma redução inicialmente visível da inflação, acompanhada de um expressivo crescimento ao longo do ano, atingindo um valor acumulado de 1.620,97% em 1990. Frente a essa situação, em janeiro do ano seguinte o governo anunciou um novo plano de ajuste econômico, fundamentado em três pilares interligados: desindexação, novo congelamento de preços e salários e uma reforma no sistema financeiro. Mais uma vez, tais medidas não obtiveram êxito (CARVALHEIRO, 2002).

O fracasso no controle da inflação, somado ao surgimento de escândalos de corrupção e o aumento da insatisfação popular levou Fernando Collor a sofrer o primeiro processo de

impeachment presidencial do Brasil, em outubro de 1992. O então vice presidente Itamar Franco assume o poder em um cenário econômico instável, marcado pela falta de credibilidade nas políticas econômicas e por uma inflação descontrolada, que alcançou o maior nível da história em 1993.

Tabela 1 - Taxa de inflação no Brasil 1984 – 1993

<b>1984</b>	<b>1985</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>
215,26%	242,23%	79,66%	363,41%	980,21%
<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>
1972,91%	1620,97%	472,70%	1119,10%	2477,15%

Fonte: IPEADATA; Elaboração do autor.

É notável que os planos econômicos implementados até então possuíam diversas semelhanças em sua estrutura, destacando-se: o congelamento de preços e salários, com o objetivo interromper o ciclo inflacionário de forma imediata; o uso de reformas monetárias, com a criação de novas moedas que buscavam romper com a memória inflacionária; e a tentativa de desindexação da economia. Todos, também, falharam com o objetivo de controlar a crescente pressão inflacionária do país.

### **3.2. O PLANO REAL**

Com o fracasso dos planos anteriores, Itamar Franco necessitava de uma abordagem diferente para o problema da inflação no Brasil. Assim sendo, durante o segundo semestre de 1993, a responsabilidade para tal foi atribuída ao então Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso, o qual reuniu uma equipe com o objetivo de elaborar um plano econômico que não incorresse nos erros de seus antecessores. Destaca-se a presença de André Lara Resende, Gustavo Franco, Pêrsio Arida e Edmar Bacha em seu desenvolvimento. O Plano Real, como foi nomeado, se tratava de uma mudança estrutural na economia brasileira conduzida de maneira gradual, separada em três principais etapas:

A primeira se tratava do ajuste fiscal, sendo tratado como uma fase preparatória, essencial para a sucessão das próximas etapas. A estratégia central para resolver o desequilíbrio orçamentário incluiria a diminuição de gastos, o crescimento da arrecadação e o controle das dívidas. Assim sendo, o Programa de Ação Imediata (PAI) foi a primeira medida adotada, visando um extenso corte de gastos públicos e renegociação da dívida dos estados com a União.

Seguido dele, foi implementado o Fundo Social de Emergência (FSE) com a finalidade de proporcionar alívio fiscal às contas governamentais por meio do aumento de recursos disponíveis à União, oferecendo mais liberdade na gestão da política fiscal. Ambos foram sustentados por ações complementares, como a restrição ao crédito, privatizações e limitações nos financiamentos destinados aos bancos estaduais, buscando fortalecer a arrecadação, conter despesas e impor maior controle sobre os gastos da União (GIAMBIAGI et al., 2011).

Feito isso, a partir da medida provisória nº 434, a segunda etapa entra em vigor em primeiro de março de 1994 com a implementação da Unidade Real de Valor (URV). Esta, se tratava puramente de uma unidade de conta, a qual tinha por objetivo combater o componente inercial da inflação indexando diariamente a moeda brasileira sem que houvesse uma circulação em paralelo na economia. Ademais, por consistir de uma paridade de 1 para 1 com o dólar americano, a URV desempenhou o papel de indexar a taxa de câmbio, assegurada por atualizações diárias que preservavam o poder de compra da moeda no país. Por fim, a introdução da URV promoveu uma forma de dolarização, visando garantir o ajuste dos preços relativos e coordenar tanto a formação dos preços quanto as expectativas em relação à inflação.

Após quatro meses, com a publicação da MP 542, é feito o lançamento do Real como nova unidade monetária em primeiro de Julho de 1994, com valor inicial igual a 1 URV. A paridade de 1 para 1 com o Dólar foi estabelecido como teto, ou seja, apenas seriam permitidas variações em valores inferiores. Assim, se iniciava a terceira e última fase do Plano Real.

“A Medida Provisória (MP) 542, que deu início à terceira fase do Plano Real, apresentava um conjunto de medidas sobrepostas. Eram elas, entre outras: (1) o lastreamento da oferta monetária doméstica (no conceito de base monetária) em reservas cambiais, na equivalência de R\$1 por US\$1 (Art. 3 da MP) ainda que essa paridade pudesse ser alterada pelo Conselho Monetário Nacional (§ 4, alínea c); (2) a fixação de limites máximos para o estoque de base monetária por trimestre (até março de 1995), podendo as metas serem revistas em até 20%; e (3) a introdução de mudanças institucionais no funcionamento do Conselho Monetário Nacional, buscando dar passos em direção a uma maior autonomia do Banco Central.” (GIAMBIAGI et al., 2011, p. 151)

O resultado do Plano Real, especificamente sobre o controle da inflação, é inquestionável. Já no primeiro mês após a implementação da nova moeda, a inflação mensal reduziu de 47,43% para 6,84%, seguida de mais uma queda para 1,86% no mês seguinte. A partir desse ponto, a maior variação mensal vista até o momento foi de 3,02% em Novembro de 2002. Fernando Henrique Cardoso, então, assume a presidência da República em 1995.

Gráfico 4 - IPCA Variação Mensal (%) 1984 - 1998



Fonte: Banco Central do Brasil; Elaboração do autor.

A estabilidade dos preços não teria sido possível sem a implementação das âncoras monetária e cambial, que contribuíram para dar credibilidade ao Plano. A primeira ajustou a oferta de moeda à demanda esperada dos agentes econômicos e, após a crise do México em 1994<sup>2</sup>, tornou-se essencial no financiamento dos desequilíbrios externos do país. Enquanto isso, a âncora cambial visava controlar e estabilizar os preços internos, incentivando a competição com os bens importados (FERRARI, 2001).

“O fato de o Plano Real ter sido fundamentado na adoção de uma âncora cambial e a existência de diferentes etapas na condução da política cambial não são contraditórios. (...) Primeiro, porque a adoção de um regime monetário de metas cambiais não implica manter uma regra específica e imutável de determinação da taxa de câmbio. (...) Em outras palavras, a ancoragem cambial é um fenômeno que admite gradação. (...) O regime monetário de metas cambiais tornou-se progressivamente mais flexível, sem perder, entretanto, sua característica distintiva: a taxa de câmbio era determinada em larga medida pelo Banco Central, e não pela interação entre a demanda e oferta de divisas no mercado cambial. Em segundo lugar, independentemente do sistema cambial específico, a estabilidade de preços ficou em grande parte condicionada pela forte concorrência exercida pelos produtos importados...” (MODENESI, 2005 pp.315).

Durante os dois primeiros anos de experiência com o Real, também foi visto um aumento considerável da taxa real de crescimento do PIB, sendo 5,85% em 1994 e 4,22% no

<sup>2</sup> A crise do México, também conhecida como Efeito Tequila, gerou uma fuga maciça de capitais e aumento da percepção de risco nos mercados emergentes, afetando diversas economias latino-americanas, incluindo a brasileira (GIAMBIAGI, 2011).

ano seguinte. Em comparação, o aumento da mesma taxa entre 1990 e 1993 obteve um valor médio de 1,3%. A combinação de queda na inflação e crescimento acelerado do PIB inicialmente provocou uma pressão por maior monetização na economia.

Então, com o objetivo de contê-la e cumprir as metas de expansão monetária, as autoridades monetárias optaram por elevar as reservas compulsórias dos bancos comerciais, resultando, de forma imediata, em um aumento na taxa real de juros. Isto provocou um aumento da entrada de capital estrangeiro no Brasil, levando a uma apreciação da taxa de câmbio. Em decorrência desses fatores, a balança comercial do país sofreu uma queda considerável. Posto isso, o crescimento da economia, visto nos dois primeiros anos, não se manteve (FERRARI, 2001).

Tabela 2 - Balança comercial (FOB) em US\$ milhões 1990 – 1998

<b>Ano</b>	<b>Exportações (US\$ milhões)</b>	<b>Importações (US\$ milhões)</b>	<b>Saldo comercial (US\$ milhões)</b>
<b>1990</b>	31.413,76	20.661,36	10.752,39
<b>1991</b>	31.620,44	21.040,47	10.579,97
<b>1992</b>	35.792,99	20.554,09	15.238,89
<b>1993</b>	38.554,77	25.256,00	13.298,77
<b>1994</b>	43.545,16	33.078,69	10.466,47
<b>1995</b>	46.506,28	49.971,90	-3.465,62
<b>1996</b>	47.746,73	53.345,77	-5.599,04
<b>1997</b>	52.994,34	59.747,23	-6.752,89
<b>1998</b>	51.139,86	57.714,36	-6.574,50

Fonte: IBGE; Elaboração do autor

Tabela 3 - Crescimento do PIB (%) 1994 – 1998

<b>Ano</b>	<b>Crescimento do PIB (%)</b>
<b>1994</b>	5,85
<b>1995</b>	4,22
<b>1996</b>	2,21
<b>1997</b>	3,39
<b>1998</b>	0,34

Fonte: IBGE; Elaboração do autor

A política cambial praticada expôs a economia brasileira a uma vulnerabilidade externa crescente, impulsionada pelo aumento constante do déficit em transações correntes. Assim sendo, O país tornava-se cada vez mais dependente de capitais externos de curto e médio prazo, suscetíveis a fugas em caso de turbulências no cenário internacional, o que se provou ser um problema com os ataques especulativos motivados pelas crises asiática (1997) e russa (1998) (GIAMBIAGI et al., 2011). A resposta à essa situação foi, mais uma vez, um aumento acentuado da taxa de juros, contribuindo com o crescimento da dívida pública, que registrou um aumento total de 62,95% entre 1994 e 1998.

Tabela 4 - Dívida pública brasileira em US\$ milhões 1994 – 1998

Ano	Dívida externa brasileira total (US\$ milhões)
1994	148.295,00
1995	159.256,00
1996	179.935,00
1997	199.998,00
1998	241.643,78

Fonte: IBGE; Elaboração do autor

Dado esse cenário, especialmente após a crise russa em 1998, quando o governo recorreu ao Fundo Monetário Internacional (FMI) para o recebimento de um aporte de US\$ 40 bilhões, a política cambial adotada no país se demonstrava insustentável. Sendo assim, após FHC ser reeleito como presidente, a âncora cambial é abandonada em Janeiro de 1999, caracterizando o esgotamento do Plano Real, em conjunto de uma acelerada desvalorização da moeda brasileira<sup>3</sup> (FERRARI, 2001).

#### **4. A POLÍTICA MONETÁRIA APÓS O REGIME DE METAS**

Em resposta ao colapso do regime de âncora cambial, o segundo governo presidencial de Fernando Henrique Cardoso inicia um novo regime de política macroeconômica baseado em câmbio flutuante, metas de inflação e superávits primários, conhecido como o tripé macroeconômico. A partir do Decreto nº 3.088, em 21 de Junho de 1999, a implementação do regime de metas de inflação permitiu ao Banco Central que a taxa de câmbio, que antes era

---

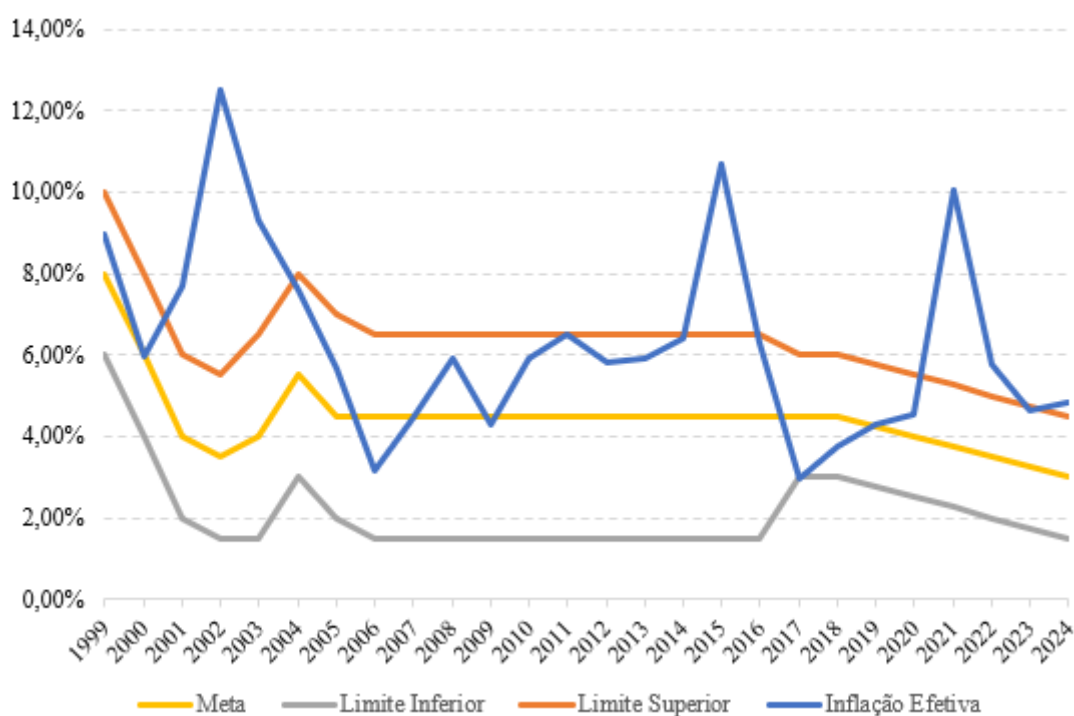
<sup>3</sup> O Real, que antes estava com paridade R\$1,20 para US\$1,00 em Janeiro de 1999, chegou a R\$2,10 para US\$ 1,00 em Março do mesmo ano.

utilizada para controlar a inflação, agora fosse utilizada como instrumento de ajuste do balanço de pagamentos, enquanto a taxa de juros se tornaria o principal instrumento operacional para garantir a estabilidade de preços (MENDONÇA, 2007).

“The new floating exchange rate clearly required a new nominal anchor for economic policy. Monetary policy, along with strengthened fiscal adjustment and a firm wage policy in the public sector, would be instrumental in preventing the recurrence of an inflationary spiral and ensuring a rapid deceleration of the rate of inflation. Inflation targeting was the most suited framework to achieve economic stabilization under a flexible exchange rate regime, with the target itself playing the role of the nominal anchor. With sound arguments, it was not difficult to convince the President, the Finance Minister, and their senior economic advisors that IT could work well in Brazil. The IMF staff was most receptive to the proposed new framework for monetary policy, and showed interest in organizing an international seminar on IT, where the discussions could benefit from the experience of a number of central banks and academics.” (BOGDANSKI; TOMBINI; WERLANG, 2000, p. 9)

Ao longo dos 26 anos desde a implementação do regime de metas, a taxa de inflação ultrapassou o intervalo de tolerância em oito ocasiões. Dessas, apenas em 2017 o IPCA esteve abaixo do limite inferior estabelecido.

Gráfico 5 - Metas e taxas efetivas de inflação no Brasil 1999 – 2024



Fonte: Banco Central Do Brasil; Elaboração do autor

Em relação ao âmbito fiscal do novo regime, ainda em outubro de 1998, o governo FHC publica o documento “Programa de Estabilidade Fiscal – 1999/2001”. Nele, a estabilização da relação Dívida Líquida do Setor Público/PIB foi definida como objetivo central, com metas de superávit primário de 3,1% do PIB em 1999, 3,25% em 2000 e 3,35% em 2001. Para viabilizar

o alcance desses resultados, o governo promoveu cortes no Orçamento Geral da União (OGU), adotou medidas para conter o déficit previdenciário – incluindo a cobrança de contribuições de servidores inativos e o aumento da contribuição dos ativos – além de estratégias para aumentar a arrecadação.

A elevação da arrecadação resultaria, principalmente, da prorrogação da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), com alíquotas de 0,38% até junho de 2000 e 0,30% até junho de 2002, e da majoração da alíquota e da ampliação da base de incidência da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS). Além disso, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), sancionada em maio de 2000, auxiliou no objetivo do equilíbrio fiscal, estabelecendo diretrizes rígidas sob o controle das finanças públicas, impondo limites para despesas, endividamento e concessão de garantias.

A LRF impôs limites para os gastos com pessoal em cada um dos poderes das três esferas da Federação e, entre diversas medidas de controle das finanças públicas, vedou novas renegociações de dívidas entre entes federativos. Dessa forma, a lei eliminou o problema de *moral hazard* anteriormente existente, quando cada renegociação era anunciada como definitiva, mas acabava sendo revista ao vencimento das obrigações. A combinação dessas medidas com os contratos firmados entre o governo federal e os estados impôs um verdadeiro ajuste fiscal aos entes subnacionais, resultando em um avanço significativo na gestão financeira. O impacto dessas mudanças foi evidente: em 1997, antes da renegociação das dívidas, estados e municípios registravam um déficit primário de 0,7% do PIB, situação que se reverteu para um superávit de 0,8% do PIB em 2001 (GIAMBIAGI et al, 2011).

Os efeitos do novo modelo macroeconômico, desde os primeiros anos de implementação, também se fizeram visíveis no nível de emprego do país. Isso é nítido ao realizar uma comparação entre o período de 1999 – 2002 com o visto durante o Plano Real, como aponta Ramos (2003):

“A retomada do crescimento em novas bases teve impactos qualitativamente diferentes sobre o mercado de trabalho. O emprego formal reage de uma forma quase inesperada. Entre 1999 e 2002, diante de um crescimento do PIB de 8,30%, o estoque de assalariados com carteira se eleva quase 17%. Os papéis são invertidos e o emprego formal lidera a geração de novos empregos. Tomemos os grandes aglomerados urbanos e o ano de 2000, auge do dinamismo da nova etapa. O PIB se eleva 4,36%, redundando em aumento de 3,78% nos empregos com carteira e de 2,48% nos espaços informais (assalariados sem carteira e autônomos). Lembremos que, em 1994, um crescimento do PIB maior (5,85%) tinha como corolário um aumento de 0,66% nos assalariados registrados e de 5,80% no setor informal.” (RAMOS, 2003, p.13)

Outro ponto a ser destacado é quanto a notável melhoria da balança comercial brasileira. Isto se deve, em grande parte, pela desvalorização cambial resultante das políticas de ajuste do desequilíbrio externo visto no final do primeiro governo de Fernando Henrique.

Tabela 5 - Balança comercial (FOB) em US\$ milhões 1995 – 2002

Ano	Exportações (US\$ milhões)	Importações (US\$ milhões)	Saldo comercial (US\$ milhões)
1995	46.506,28	49.971,90	-3.465,62
1996	47.746,73	53.345,77	-5.599,04
1997	52.994,34	59.747,23	-6.752,89
1998	51.139,86	57.714,36	-6.574,50
1999	48.011,45	49.210,31	-1.198,87
2000	55.085,59	55.783,34	-697,75
2001	58.222,64	55.572,18	2.650,47
2002	60.361,79	47.240,49	13.121,30

Fonte: IBGE; Elaboração do autor

Tabela 6 - Cotação média da taxa de câmbio (R\$/US\$) 1995 - 2002

Ano	Taxa de câmbio média (US\$)
1995	R\$ 0,92
1996	R\$ 1,01
1997	R\$ 1,08
1998	R\$ 1,16
1999	R\$ 1,81
2000	R\$ 1,83
2001	R\$ 2,35
2002	R\$ 2,92

Fonte: IBGE; Elaboração do autor

O ano de 2002 é marcado por uma série de incertezas quanto a economia brasileira. Desde o ano anterior, o cenário internacional não era favorável, sobretudo em função da crise argentina e dos atentados terroristas nos EUA. Em conjunto a isso, a eleição presidencial de Luiz Inácio Lula da Silva era comumente vista com desconfiança, especialmente quanto às políticas econômicas a serem adotadas em seu governo.

Três indicadores conectados entre si evidenciaram a magnitude dessa incerteza. O risco-país, medido pelos C-Bonds, disparou de pouco mais de 700 pontos-base em março de 2002 para mais de 2000 em outubro. A taxa de câmbio, que se manteve em R\$/2,32US\$ no final de

2001 e em março de 2002, chegou a R\$/3,89US\$ no final de setembro, último dia útil antes das eleições, representando uma valorização de 68% do dólar em apenas seis meses. Por fim, as expectativas inflacionárias para 2003 registraram uma elevação acentuada a partir de setembro. Em janeiro de 2002, o Banco Central registrava uma expectativa média do mercado para a variação do IPCA de 2003 em 4,0%. Esse valor aumentou gradualmente, atingindo cerca de 5,5% em setembro. No entanto, à medida que se consolidava a vitória de Lula nas eleições e persistia a incerteza sobre os rumos da política monetária, em um contexto de forte pressão cambial, as projeções para a inflação de 2003 dispararam quase 600 pontos-base em menos de dois meses, alcançando 11% em novembro (GIAMBIAGI et al, 2011).

A combinação desses fatores culminou em 3 falhas consecutivas no cumprimento das metas de inflação. Em 2001, por decorrência de choques externos – destacando-se a crise argentina e o atentado às torres gêmeas –, a inflação foi registrada com 1,67 p.p. acima do intervalo de tolerância. Nos dois anos seguintes a inflação superou o intervalo em, respectivamente, 7,7 e 2,8 pontos percentuais. O BC apontou a forte depreciação cambial como principal causa do resultado apresentado em 2002, enquanto que, em 2003, o comportamento inercial devido ao descumprimento do ano anterior impactou consideravelmente as expectativas inflacionárias e a variação dos preços administrados.

Dessa forma, o descumprimento da meta nesses anos pode ser atribuído majoritariamente por choques externos, e não por falhas na condução da política monetária. Apesar do impacto na credibilidade, o regime de metas de inflação permaneceu estável. Como resultado, já em meados de 2003, a economia passou a dar indícios de recuperação. Assim sendo, de 2004 a 2014, a meta volta a ser constantemente atingida.

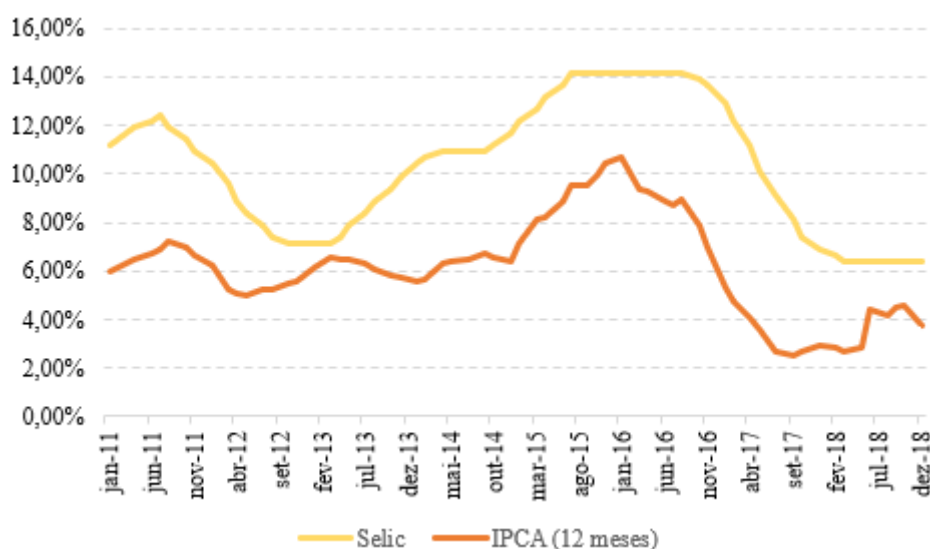
“Após a redefinição das metas de inflação para 2003 e 2004 por parte do novo Governo em 2003, para 8,5% e 5,5%, respectivamente, a trajetória da inflação foi declinante, movimento esse consolidado com a fixação da meta para 2005 — em junho de 2003 — em 4,5%. Nele e nos anos seguintes, a inflação oficial se manteve sempre dentro do intervalo da banda. Nos cinco anos 2005/2010 nos quais a taxa-meta foi estabelecida em 4,5%, a taxa efetiva de variação do IPCA foi de 4,9%, indicando um grau de eficiência elevado da política monetária.” (GIAMBIAGI et al., 2011, p. 224)

Com o início do primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-2014), nota-se uma mudança na condução do tripé de política econômica. O superávit primário, que tinha como meta 1,9% do PIB em 2014, resultou em um déficit de 0,59%, o pior desde o início da série histórica do Banco Central, em 2001. Esse cenário pode ser explicado pelo aumento descontrolado dos gastos públicos, pela ampliação do crédito concedido pelos bancos estatais a setores considerados "estratégicos" (especialmente petróleo, gás e infraestrutura), pelo

crescimento dos investimentos das estatais e pela intensificação do controle sobre preços administrados.

Em essência, houve uma tentativa de reposicionar o Estado como protagonista do crescimento econômico, caracterizando o modelo da chamada Nova Matriz Econômica (NME). Paralelamente, uma das medidas adotadas foi a redução da taxa básica de juros em 2012, mesmo em um cenário de aceleração inflacionária. Essa mudança na política monetária resultou na intensificação da alta inflacionária, que se manteve em patamar elevado, além de comprometer a credibilidade do Banco Central, tornando o controle da inflação mais custoso (BARBOSA, 2017).

Gráfico 6 - Taxa Selic e IPCA (%) 2011 – 2018



Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE; Elaboração do autor

Dado esse cenário, a inflação oficial registrada em 2015 foi de 10,67%, mais de 4 p.p. acima do limite superior da meta. Passados 11 anos, o presidente do Banco Central escreveu uma nova carta explicativa. Nela, destacou-se o impacto causado por dois importantes realinhamentos nos preços relativos da economia: a correção dos preços administrados por contrato frente aos preços livres – IPCA sem os preços administrados – e o ajuste dos preços internos em relação aos externos. Esses movimentos, iniciados no final de 2014, estenderam-se ao longo de 2015.

“(…) nota-se que a maior contribuição para a variação absoluta do IPCA adveio dos preços administrados (4,21 p.p.), seguida da contribuição da inflação de preços livres (2,97 p.p.), da variação cambial (1,57 p.p.) e dos choques de oferta (0,86 p.p.). Em termos relativos, esses quatro itens responderam, respectivamente, por 39,5%, 27,8%, 14,7% e 8,1% da inflação total em 2015 – cerca de 90% do total da variação dos preços ao longo do ano. Por sua vez, as expectativas e a inércia contribuíram com 0,73

p.p. e 0,33 p.p., ou seja, 6,8% e 3,1% da variação total do IPCA, respectivamente.”  
(BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2015)

O segundo mandato de Dilma Rousseff chegou ao fim em 31 de Agosto de 2016 com seu impeachment, em um cenário de forte instabilidade política. As denúncias das pedaladas fiscais, caracterizadas como crime de responsabilidade, foram decisivas para sua destituição definitiva.

Michel Temer, então, assume a presidência da república e promove uma série de reformas. Dentre elas, destacam-se as reformas da previdência, trabalhista e tributária. Adicionalmente, foram adotadas políticas voltadas à privatização de empresas estatais e à maior abertura comercial, com a redução de tarifas alfandegárias e a ampliação das relações comerciais com a União Europeia. Um dos principais marcos do governo foi a aprovação da Emenda Constitucional nº 95, que definiu um teto para os gastos públicos por 20 anos, restringindo o papel do Estado na economia e reduzindo a prioridade constitucional dada a áreas como saúde, previdência e assistência social (SOUZA, 2019).

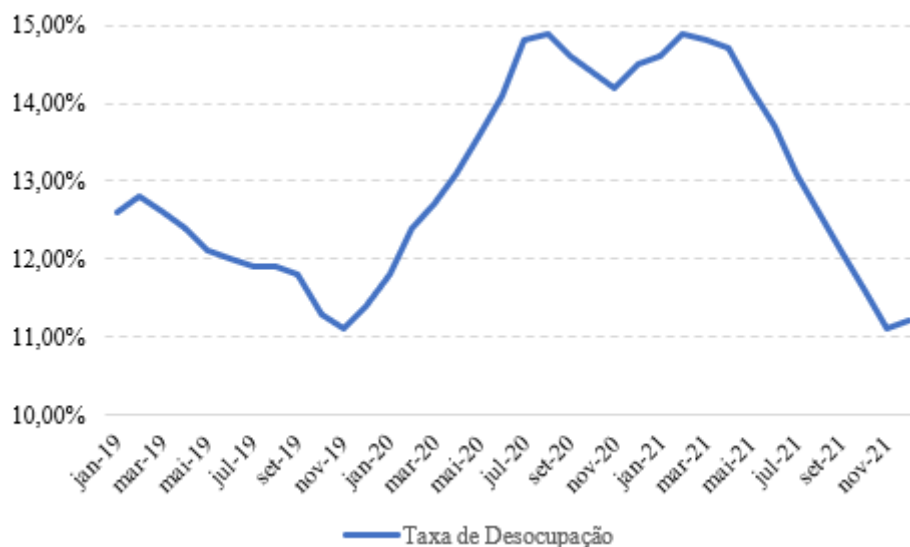
Em 2017, a inflação voltou a ultrapassar a meta, porém dessa vez se situando levemente abaixo do limite inferior da banda. Assim sendo, o IPCA foi registrado em 2,95%, com 0,05 p.p. de diferença para o intervalo de tolerância, o qual variava entre 3,0% e 6,0%. Em carta aberta, o BCB evidenciou a deflação dos preços de alimentação no domicílio, que encerrou 2017 em -4,85%, como principal causa do resultado. De acordo com o Banco Central, essa brusca redução dos preços, a qual foi a maior registrada para a categoria desde 1989, levou a uma queda de 2,39 pontos percentuais da inflação oficial. Em outras palavras, o motivo do não cumprimento da meta se consistiu em fatores além do alcance da política monetária – se tratando de um aumento fora do comum na oferta de produtos agrícolas.

Ainda em um contexto de recuperação da crise econômica, Jair Bolsonaro é eleito presidente em 2019. Em suas promessas de governo, a política econômica a ser adotada seriam de manutenção da estabilidade de preços e de preservação dos contratos. O governo avaliava que a crise era resultado de um desequilíbrio fiscal e, portanto, optou por uma abordagem ortodoxa para enfrentá-la. Como parte desse plano, estavam previstas reformas trabalhista e tributária, além da ampliação das privatizações de estatais – um modelo semelhante ao que havia sido visto durante o governo Temer.

Entretanto, a crise da Covid-19 teve início no segundo ano do mandato, resultando em uma forte pressão inflacionária e no agravamento do desemprego. O mercado financeiro ficou mais volátil, a taxa de câmbio sofreu desvalorizações sucessivas e a informalidade cresceu no

mercado de trabalho. No setor de *commodities*, verificou-se uma recuperação dos preços, com destaque para a alta do petróleo. A expectativa de um Estado com menor intervenção econômica não se confirmou, e, em 2020, o governo lançou um programa social para auxiliar a população diante das dificuldades do *lockdown* e da escalada do desemprego, ampliando o gasto público por meio de políticas de transferência de renda – o Auxílio Emergencial. Embora essa política tenha garantido o sustento familiar no período mais crítico da pandemia, o aumento da liquidez também intensificou a pressão inflacionária (DE ARAÚJO, 2023).

Gráfico 7 - Taxa trimestral de desocupação (%) 2019 – 2021



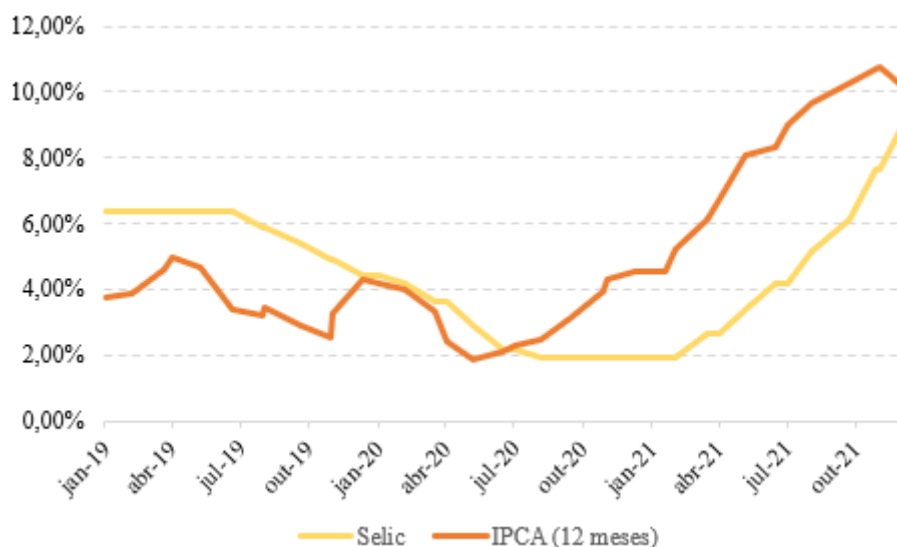
Fonte: IBGE; Elaboração do autor

Em meio à crise gerada pela pandemia da Covid-19 em 2020, o Banco Central reduziu a meta da taxa Selic de 4,25% a.a. para 2,00% a.a. entre março e agosto, em resposta aos efeitos desinflacionários do choque econômico. Além disso, foram implementadas medidas para ampliar a liquidez, fortalecer o capital e estimular o crédito, visando minimizar os impactos da crise. O Copom destacou que o cenário econômico demandava um estímulo monetário sem precedentes, apoiado tanto em suas projeções quanto nas expectativas do mercado.

O estímulo monetário extraordinário não se restringiu à redução da Selic para 2% a.a., mas também incluiu a adoção do *forward guidance* em agosto de 2020, garantindo que a flexibilização seria mantida enquanto as projeções do BC e as expectativas de inflação estivessem significativamente abaixo da meta. Contudo, nos últimos meses do ano, houve sucessivas surpresas inflacionárias, levando a inflação de 2020 a fechar em 4,52%, acima da meta de 4,00%. Essas pressões levaram a uma mudança na comunicação do Copom, que iniciou um ciclo de aperto monetário já no primeiro trimestre de 2021. Na reunião de dezembro, o

comitê observou que as expectativas de inflação deixavam de convergir para a meta e sinalizou que as condições para a manutenção do *forward guidance* poderiam não se sustentar por muito tempo (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021).

Gráfico 8 - Taxa Selic e IPCA (%) 2019 – 2021



Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE; Elaboração do autor

Assim, a inflação volta a ultrapassar a meta em 2021, atingindo 10,06%, valor que supera o intervalo de tolerância em cerca de 5,8 pontos percentuais. Dado o contexto enfrentado pela economia, o Banco Central do Brasil (2021) destaca em sua carta explicativa os principais fatores que levaram a esse resultado, sendo estes: o aumento dos preços das *commodities*, a bandeira de energia elétrica de escassez hídrica e desequilíbrios entre demanda e oferta de insumos – causados pela crise global da pandemia.

Já em 2022, a eclosão da Guerra da Ucrânia, somada ao cenário inflacionário global, intensificou os impactos econômicos no Brasil e no mundo. As flutuações financeiras pressionaram a taxa de câmbio e a inflação, fenômeno agravado pela política de preços de combustíveis conduzida pelo governo. Embora a economia tenha mostrado sinais de recuperação ao longo do terceiro ano de mandato, os efeitos da crise ainda se manifestavam em forma de inflação elevada, alto desemprego e crescimento da informalidade no mercado de trabalho.

Como reflexo desse cenário, as pesquisas de opinião indicavam uma desaprovação popular significativa, enquanto as projeções eleitorais sugeriam uma provável derrota do presidente em sua tentativa de reeleição. Para conter esses impactos, nos primeiros meses do último ano de governo, foram intensificadas as políticas de transferência de renda, com a

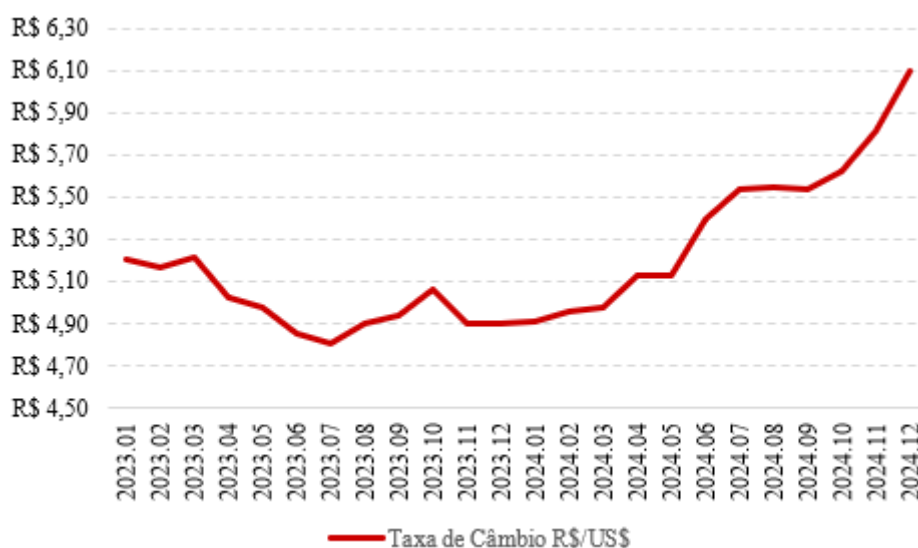
reformulação e aumento do valor do Bolsa Família, agora renomeado Auxílio Brasil, além da desoneração dos combustíveis para tentar reduzir seus preços e atenuar a inflação (DE ARAÚJO, 2023).

Esses fatores, somados a inércia inflacionária do ano anterior, levaram a mais um descumprimento da meta em 2022. Assim, o IPCA foi registrado em 5,79%, frente ao intervalo de tolerância que variava entre 2,0% e 5,0%.

“Os principais fatores que levaram a inflação em 2022 a ultrapassar o limite superior de tolerância foram os seguintes: i. inércia da inflação do ano anterior; ii. elevação dos preços de commodities, em especial do petróleo; iii. desequilíbrios entre demanda e oferta de insumos e gargalos nas cadeias produtivas globais; iv. choques em preços de alimentação, resultantes de questões climáticas; e v. retomada na demanda de serviços e no emprego, impulsionada pelo acentuado declínio da quantidade de casos de Covid-19 e consequente aumento da mobilidade.” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022)

Passados dois anos, a inflação volta a superar a meta em 2024, segundo ano do terceiro mandato presidencial de Lula. A expressiva depreciação do real foi um dos principais responsáveis desse descumprimento. O real sofreu uma desvalorização de aproximadamente 24,5% em relação ao dólar ao longo do ano, elevando os custos de importação e, conseqüentemente, impactando os preços domésticos de bens e serviços. Esse movimento foi impulsionado pela percepção negativa dos agentes econômicos quanto ao cenário fiscal do país, especialmente após a flexibilização do arcabouço fiscal e o adiamento da meta de zerar o déficit público para 2025. A piora na confiança fiscal aumentou o prêmio de risco, afetando as expectativas de inflação e contribuindo para a desancoragem dessas expectativas.

Gráfico 9 - Taxa de câmbio R\$/US\$ comercial (valor de venda) média 2023 – 2024



Fonte: IPEADATA; Elaboração do autor

Além disso, o Banco Central Brasileiro (2024) destaca em sua carta explicativa os eventos climáticos adversos que prejudicaram a produção agrícola, resultando em aumentos expressivos nos preços dos alimentos. Simultaneamente, a expansão da atividade econômica, com um crescimento vigoroso da demanda doméstica, especialmente no consumo das famílias e nos investimentos, adicionou novas pressões inflacionárias. Embora esse dinamismo tenha impulsionado o crescimento, também dificultou o controle da inflação dentro dos parâmetros desejados. Dessa forma, o IPCA atinge 4,83%, ultrapassando o limite superior da meta definido em 4,50%.

## **5. CONCLUSÃO**

A trajetória da política monetária brasileira foi analisada desde o período de hiperinflação das décadas de 1980 e 1990 até a consolidação do regime de metas de inflação em 1999. Primeiramente, este trabalho abordou as principais teorias econômicas que fundamentam a condução da política monetária, evidenciando os instrumentos utilizados pelo Banco Central para promover a estabilidade macroeconômica. A revisão teórica destacou como diferentes abordagens influenciaram as estratégias adotadas ao longo do tempo, com ênfase na relevância do regime de metas de inflação.

Após isso, foram explorados os planos de estabilização implementados antes da adoção do regime de metas. Desde o Plano Cruzado até o Plano Real, os esforços para conter a inflação foram prejudicados por uma série de fatores, incluindo a falta de controle fiscal adequado, a indexação generalizada da economia e a perda de credibilidade das medidas adotadas. Muitos desses planos foram marcados por congelamentos de preços que não se sustentaram no longo prazo, desajustes na política cambial e resistência política e social às reformas necessárias.

O Plano Real representou um marco importante ao consolidar uma estrutura monetária mais estável e previsível. No entanto, a estratégia inicial de paridade cambial rígida limitou a capacidade de ajuste da política econômica, tornando o país mais suscetível a choques externos e exigindo uma reestruturação posterior para garantir maior flexibilidade e resiliência ao sistema monetário.

Por fim, foi analisada a evolução da política monetária no Brasil sob o regime de metas de inflação e os desafios enfrentados desde sua implementação. A avaliação dos momentos em que a meta não foi atingida revelou a influência de fatores como oscilações cambiais, choques de oferta e políticas fiscais expansionistas. Ainda assim, o regime de metas demonstrou ser um

avanço expressivo em relação à ancoragem cambial, permitindo maior transparência, previsibilidade e credibilidade para o Banco Central.

Dessa forma, conclui-se que o regime de metas de inflação proporcionou uma melhoria significativa na estabilidade macroeconômica do Brasil. Diferentemente do regime de ancoragem cambial, que restringia a flexibilidade da política monetária e expunha o país a crises cambiais, o regime de metas possibilitou uma adaptação mais eficiente a choques econômicos, conferindo maior autonomia ao Banco Central. A análise da política monetária brasileira reafirma a importância de um arcabouço institucional sólido e transparente para a manutenção da estabilidade de preços e o crescimento econômico sustentável.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Apresentação ao Conselho de Administração Econômico**: 25 de abril de 2023. Brasília: Banco Central do Brasil, 2023. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/CAE\\_25.4.23.pdf](https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/CAE_25.4.23.pdf). Acesso em: 06 nov. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta Aberta 2001**. 16 de janeiro de 2002. Disponível em: <  
[https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao\\_docs/carta\\_aberta/carta2001-2000-1999.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2001-2000-1999.pdf)>. Acesso em: 03/02/2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta Aberta 2002**. 21 de janeiro de 2003. Disponível em: <  
[https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao\\_docs/carta\\_aberta/carta2002.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2002.pdf)>. Acesso em: 03/02/2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta Aberta 2003**. 19 de fevereiro de 2004. Disponível em: <  
[https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao\\_docs/carta\\_aberta/carta2003.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2003.pdf)>. Acesso em: 03/02/2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta Aberta 2015**. 8 de janeiro de 2016. Disponível em: <  
[https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao\\_docs/carta\\_aberta/carta2015.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2015.pdf)>. Acesso em: 03/02/2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta Aberta 2017**. 10 de janeiro de 2018. Disponível em: <  
[https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao\\_docs/carta\\_aberta/carta2017.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2017.pdf)>. Acesso em: 03/02/2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta Aberta 2021**. 11 de janeiro de 2022. Disponível em: <  
[https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao\\_docs/carta\\_aberta/OF\\_CIO\\_823\\_2022\\_BCB\\_SECRE\\_01.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/OF_CIO_823_2022_BCB_SECRE_01.pdf)>. Acesso em: 03/02/2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta Aberta 2022**. 10 de janeiro de 2023. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao\\_docs/carta\\_aberta/carta2022.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2022.pdf). Acesso em: 03/02/2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta Aberta 2024**. 10 de janeiro de 2025. Disponível em:  
<

[https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao\\_docs/carta\\_aberta/carta2024.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2024.pdf)>. Acesso em: 03/02/2025.

BARBOSA, Fernando de Holanda. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos avançados**, v. 31, p. 51-60, 2017.

BLANCHARD, O. J. Neoclassical synthesis. In: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. **The New Palgrave: A Dictionary of Economics**. [S.l.]: MacMillan Limited Press, 1988.

BLANCHARD, O. What do we know about macroeconomics that Fisher and Wicksell did not? **Quarterly Journal of Economics**, v. 115, n. 4, p. 1375-1411, 2000.

BOGDANSKI, J., TOMBINI, A.; WERLANG, S. R. C. Implementing inflation targeting in Brazil. **Working Paper Series**, Brasília, n. 1, p. 1-29, Jul. 2000.

CÂMARA, M.; SALAMA, P. A inserção diferenciada com efeitos paradoxais dos países em desenvolvimento na mundialização financeira. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo Editorial, 2005. p. 199- 221.

CARLIN, W.; SOSKICE, D. **Macroeconomics: Imperfections, Institutions and Policies**. Oxford: Oxford University Press, 2006.

CARVALHEIRO, Nelson. A política monetária no Brasil pós-Real. **Pesquisa & Debate Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política**, v. 13, n. 1 (21), 2002.

CARVALHO, C. O Plano Collor no debate econômico brasileiro. **Pesquisa & Debate. Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política**, v. 11, n. 1, p. 112-151, 2000.

CLARIDA, Richard; GALI, Jordi; GERTLER, Mark. The science of monetary policy: a new Keynesian perspective. **Journal of economic literature**, v. 37, n. 4, p. 1661-1707, 1999.

DAVIDSON, P. **Financial markets, money and the real world**. Cheltenham: Elgar, 2002.

DE ARAÚJO, Victor Leonardo. **A economia brasileira sob o governo Bolsonaro (2019-2022): neoliberalismo radical e pragmatismo econômico.** 2023. Universidade Federal Fluminense. Niterói – RJ. 2023.

FERRARI FILHO, Fernando. **O legado do Plano Real: uma estabilização sem crescimento econômico?** Texto para Discussão nº 17. Porto Alegre:UFRGS, 2001.

FRIEDMAN, M. **The quantity theory of money - a restatement.** Chicago: University of Chicago Press, 1956.

FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. **The American Economic Review**, v. 58, mar. 1968.

GIAMBIAGI, F. et al. **Economia brasileira contemporânea 1945-2010.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2. ed. 2011.

GREMAUD, A. P; VASCONCELLOS, M. A. S; TORNETO, R. **Economia Brasileira Contemporânea.** São Paulo. Atlas S.A. 2007

HANSEN, A. H. **A guide to Keynes.** New York: McGraw-Hill, 1953.

HANSEN, A. H. **Monetary theory and fiscal policy.** [S.l.]: MacGraw-Hill, 1949.

HICKS, J. R. Mr. Keynes and the “Classics”; A Suggested Interpretation. **Econometrica**, v. 5, n. 2, p. 147–159, 1937.

KREGEL, J. A. **Rate of Profit, Distribution and Growth: Two Views.** London: Macmillan, 1971.

KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment, Interest and Money.** London: Macmillan, 1936.

LUCAS, R. Jr. Econometric policy evaluation: A critique. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, v. 1, n. 1, p. 19-46, jan. 1976.

MANKIW, N. G. A quick refresher course in macroeconomics. **Journal of Economic Literature**, v. 2, p. 1645-1660, dez. 1990.

- MENDONÇA, Helder Ferreira de. Metas para inflação e taxa de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 27, p. 431-451, 2007.
- MINSKY, H. P. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.
- MODENESI, A. **Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005.
- MODIGLIANI, F. Liquidity preference and the theory of interest and money. **Econometrica**, v. 12, p. 45-88, jan. 1944.
- RAMOS, Carlos Alberto. **O emprego nos anos 1990: o regime macroeconômico importa?**. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2003. (Boletim Mercado de Trabalho, n. 22).
- RAMOS, Carlos Alberto. **O modelo CP-IS-MP, Curva de Phillips, IS e Optimal Monetary Policy - Parte 1**. Economia Mainstream, 2023. Disponível em: <https://economiamainstream.com.br/artigo/o-modelo-cp-is-mp-curva-de-phillips-is-optimal-monetary-policy-parte-1/>. Acesso em: 06 nov. 2024.
- ROMER, D. Keynesian macroeconomics without the LM curve. **Journal of Economic Perspectives**, v. 14, n. 2, p. 149-169, 2000.
- SILVA, A., HENNINGS, K. & GUTIERREZ, M. **A Comunicação de Política Monetária no Regime de Metas para a Inflação: a experiência brasileira entre 1999 e 2009, em 10 anos de metas para a inflação** — Banco Central do Brasil, Rio de Janeiro, 2009.
- SIMONSEN, M. H. Teoria econômica e expectativas racionais. **Revista Brasileira de Economia**, v. 34, n. 4, p. 455-496, 1 out. 1980.
- SOUZA, Mariana Barbosa de; HOFF, Tuize Silva Rovere. O governo Temer e a volta do neoliberalismo no Brasil: possíveis consequências na habitação popular. **Urbe. Revista Brasileira de Gestão Urbana**, v. 11, 2019.
- TAYLOR, J. B. A core of practical macroeconomics. **The American Economic Review**, v. 87, n. 2, p. 233-235, maio 1997.