

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

MARIA EDUARDA FLORES SANTOS

**A EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA NO CONTROLE INFLACIONÁRIO
BRASILEIRO (1999 - 2008)**

PORTO ALEGRE

2023

MARIA EDUARDA FLORES SANTOS

**A EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA NO CONTROLE INFLACIONÁRIO
BRASILEIRO (1999 - 2008)**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima

PORTO ALEGRE

2023

CIP - Catalogação na Publicação

Santos, Maria Eduarda Flores
A EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA NO CONTROLE
INFLACIONÁRIO BRASILEIRO (1999 - 2008) / Maria Eduarda
Flores Santos. -- 2023.
52 f.
Orientador: Antonio Ernani Martins Lima.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,
Porto Alegre, BR-RS, 2023.

1. Política Monetária . 2. Inflação . 3. Regime de
Metas de Inflação. 4. Taxa de juros. I. Lima, Antonio
Ernani Martins, orient. II. Título.

MARIA EDUARDA FLORES SANTOS

**A EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA NO CONTROLE INFLACIONÁRIO
BRASILEIRO (1999 - 2008)**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, 6 de setembro de 2023.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Alessandro Donadio Miebach
UFRGS

Prof. Dr. Maurício Andrade Weiss
UFRGS

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, Antonio e Claudia, pela dedicação incondicional, sempre me apoiando e incentivando meu crescimento.

Agradeço a minha irmã Laura, que me encoraja e a quem busco sempre também incentivar. Ao meu irmão João Augusto, que mesmo distante tenta sempre se fazer presente. Agradeço a minha avó Naura, que me ensinou desde pequena a gostar dos livros.

Agradeço a minha tia Sandra, que sempre torce por mim e comemora minhas conquistas.

Agradeço ao meu namorado Leonardo, por estar sempre ao meu lado e por me trazer tranquilidade em todos os momentos.

Agradeço ao meu professor orientador, Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima, por toda ajuda no desenvolvimento deste trabalho.

RESUMO

O objetivo central deste trabalho trata de identificar a importância e a eficácia da política monetária e seus instrumentos como forma de controle da inflação no Brasil, entre os anos de 1999 e 2008. O horizonte temporal inicia no ano de adoção do Regime de Metas de Inflação (RMI) e se encerra no ano da crise do *subprime*. O estudo começa situando alguns conceitos importantes a respeito de inflação, de política monetária e do arcabouço teórico do RMI. Em sequência, há uma breve descrição sobre os principais aspectos do Plano Real, para então iniciar a apresentação do período compreendido entre 1999 e 2008 e o cenário econômico que perdurou durante aquele espaço de tempo. Por último, é realizada a avaliação da política monetária, adotada ao longo do período em questão, e sua interação com a taxa inflacionária. A partir da descrição das medidas tomadas pela autoridade monetária e análise dos dados deste período, chegou-se à conclusão de que, utilizando a taxa de juros nominal de curto prazo como principal instrumento, a política monetária se mostrou eficaz na estabilidade de preços, exceto nos anos de 2001, 2002 e início de 2003. Os choques externos ocorridos em 2001, assim como a crise de confiança existente em 2002, chegando a prejudicar também uma parte do ano de 2003, são fatores que tornaram mais difícil o controle da inflação, a partir das variações na taxa básica de juros da economia.

Palavras-chave: Política Monetária. Inflação. Taxa de juros nominal de curto prazo.

ABSTRACT

The main purpose of this paper is to identify the importance and effectiveness of the monetary policy and its instruments to control inflation in Brazil between 1999 and 2008. It starts in the year that adopts the Inflation Target Regime (ITR) and ends in the year of the subprime meltdown. The study begins to elicit some concepts that are important about inflation, monetary policy, and theoretical fiscal framework from the ITR. Following up, there's a brief explanation of the main aspects of the Real Plan so then, it can start presenting the period between 1999 and 2008 and its economic scenery. Finally, it is evaluated the monetary policy embraced during the time and its interaction with the fiscal framework. By the description of the decisions made by the tax authority and the data analyzed from this period, it was concluded that using the short-term interest rate as the main tool, the monetary policy was effective in the balance of prices, except on the years 2001, 2002 and the beginning of 2003. The external shocks of 2001 and the trust crisis of 2002, which also affected the beginning of 2003, are the central factors that made it more difficult to control inflation, based on the basic interest rate of the economy.

Keywords: Monetary Policy. Inflation. Short-term interest rate.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - A curva de Phillips original	19
Gráfico 2 - Meta inflacionária e IPCA entre 1999 e 2002	27
Gráfico 3 - Taxa Selic, Metas de inflação e IPCA entre 2003 e 2008	31
Gráfico 4 - Comportamento do IPCA em relação ao intervalo de tolerância	35
Gráfico 5 - Taxa básica de juros entre 1997 e 2002	38
Gráfico 6 - Taxa de câmbio nominal R\$/US\$ comercial (valor de venda)	39
Gráfico 7 - IPCA mensal entre 2002 e 2003	40
Gráfico 8 - Taxa de câmbio e IPCA entre 1999 e 2008	42
Gráfico 9 - Taxa Selic entre 2006 e 2008	43
Gráfico 10 - Índice de commodities (média mensal ponderada dos preços)	43
Gráfico 11 - PIB real e Taxa de Juros Real entre 1999 e 2008	46

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Taxa de juros nominal - Overnight / Selic entre 1990 e 2000	26
Tabela 2 - Metas inflacionárias (pós adoção do RMI) e IPCA entre 1999 e 2002	28
Tabela 3 - IPCA (taxa de variação em relação ao mês de dezembro do ano anterior) entre 1993 e 1996	36
Tabela 4 - Superávit primário e juros nominais entre 1999 e 2002	37
Tabela 5 - Taxa Selic, IPCA e Intervalo de tolerância das metas de inflação entre 1999 e 2008	41
Tabela 6 – Taxa de juros, Produto Potencial e Inflação (1999-2006)	44

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 INFLAÇÃO, POLÍTICA MONETÁRIA E O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	11
2.1 A TEORIA DA INFLAÇÃO	11
2.1.1 Tipos de inflação	12
2.1.2 Amplitude inflacionária	13
2.2 A POLÍTICA MONETÁRIA	14
2.2.1 A oferta de moeda e os instrumentos de política monetária	14
2.2.2 O principal instrumento de política monetária: a taxa de juros	16
2.2.3 O COPOM e a taxa Selic	17
2.3 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	18
3 O PLANO REAL, O GOVERNO FHC E O GOVERNO LULA	21
3.1 O PLANO REAL E SUA HERANÇA	21
3.1.1 O ajuste em três fases	22
3.2 O TRIPÉ MACROECONÔMICO E OS ÚLTIMOS ANOS DO GOVERNO FHC (1999 – 2002)	23
3.2.1 O tripé macroeconômico	24
3.2.2 O regime de metas de inflação e a política econômica entre 1999 e 2002	26
3.3 OS ANOS DE GOVERNO LULA ATÉ A CRISE DE 2008 (2003 – 2008)	29
3.3.1 O primeiro mandato e a continuidade	30
3.3.2 O segundo mandato e o viés desenvolvimentista	33
4 AVALIAÇÃO DA EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA	36
4.1 1999 a 2002	37
4.2 2003 a 2008	40
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	47
REFERÊNCIAS	49

1 INTRODUÇÃO

Por um longo espaço de tempo, o Brasil viveu sob constante presença da inflação crônica, passando por diversas tentativas por parte do governo a fim de desacelerar o índice de preços. Por fim, em 1994, optou-se por um novo plano de estabilização, diferente dos anteriores. Conforme Bresser-Pereira e Gomes (2007), o Plano Real tem êxito ao neutralizar o mecanismo da inércia inflacionária, que afetava fortemente a economia desde o início da década de 1980.

Alguns anos depois, a adoção do tripé macroeconômico traz o Regime de Metas de Inflação (RMI) como substituto à âncora cambial existente desde o Plano Real, já que a taxa de câmbio passa a flutuar e deixa de atuar como a âncora nominal dos preços. Assim, a taxa básica de juros passa a atuar como principal instrumento da política monetária, agindo para manter a inflação dentro do intervalo determinado. No Brasil, esta taxa básica de juros trata-se da taxa Selic, taxa extraída do Sistema Especial de Liquidação e Custódia, cujas características serão abordadas no próximo capítulo.

Este trabalho tem por objetivo geral realizar uma avaliação acerca da política monetária utilizada no controle da inflação a partir da adoção do RMI, na esteira do Plano Real. O período de avaliação considerado, inicia no ano de 1999, quando o RMI passa a vigorar, passando pelo segundo mandato do governo Fernando Henrique Cardoso e seguindo pelos mandatos do governo Lula, até o ano de 2008, quando ocorre a crise financeira internacional.

Para melhor entendimento a respeito dos conceitos utilizados ao longo do trabalho, o capítulo 2 tem como seu objetivo específico trazer um referencial teórico que engloba a inflação e suas características, assim como os instrumentos de política monetária existentes, com ênfase na taxa de juros. Por fim, a sistemática teórica do RMI é apresentada de forma resumida.

O capítulo 3 tem por objetivo específico, primeiro, apresentar uma breve tratativa a respeito do Plano Real e seus efeitos econômicos, de forma a situar o cenário que antecede o ano de 1999. Segundo e após esse cenário, trata sobre o segundo mandato do governo FHC, que perdura até o final do ano de 2002, com as novas eleições presidenciais. Terceiro, na parte final do capítulo, abordar o governo Lula, cujo primeiro mandato se inicia em 2003, finalizando o apanhado geral no ano de 2008, já no âmbito do segundo mandato do antes referido governo. O propósito deste capítulo é, principalmente, servir como base para a análise e as conclusões que serão feitas nos capítulos seguintes.

O capítulo 4 tem por objetivo verificar se a interação entre a política monetária e o índice inflacionário foi efetiva ou não durante o período de 1999 a 2008, utilizando como base alguns conceitos que remetem ao capítulo 2 e às informações mencionadas no capítulo 3, assim como apresentando alguns dados para melhor análise.

Por fim, no capítulo 5, dedicado às considerações finais, expõem-se as conclusões a respeito do trabalho, recapitulando as informações principais dos capítulos anteriores e expondo uma última avaliação do período analisado para melhor compreensão dos fatos pelo leitor.

2 INFLAÇÃO, POLÍTICA MONETÁRIA E O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Neste capítulo, em consonância com seu objetivo específico, será feito um estudo acerca da inflação, seu conceito, suas causas e variações. Em seguida será tratada a Política Monetária, seus objetivos e instrumentos, de forma que seu estudo enfatize as maneiras de lidar com a oferta de moeda, com a taxa de juros e, conseqüentemente, com a inflação. Por último, há uma breve exposição a respeito da definição e origens teóricas relativas ao Regime de Metas de Inflação.

2.1 A TEORIA DA INFLAÇÃO

A inflação é definida por Teixeira (2002) como o aumento generalizado do nível de preços, avaliado a partir de uma cesta de produtos. Sua existência acaba por gerar problemas na redistribuição da riqueza, como por exemplo através da riqueza líquida, composta pelo valor dos ativos reais líquidos somado ao valor dos ativos monetários líquidos. Há diferenciação entre os dois tipos em decorrência do acompanhamento inflacionário por parte apenas dos ativos reais. Desta forma, em uma ocorrência de inflação, os valores reais são afetados pelo fator de aumento dos preços, enquanto os valores em moeda corrente não são. Além disso, a inflação é um imposto que incide sobre quem retém meios de pagamento, levando em conta que a emissão de moeda é feita exclusivamente pelo governo. Não necessariamente se trata de um efeito positivo à sociedade, já que a inflação em si gera um dano considerável.

A persistência inflacionária acaba por gerar também problemas na alocação de investimentos, já que o grau destes pode provocar quedas em economias frequentemente inflacionárias, levando em conta as distorções nas medidas dos valores monetários. Em relação à alocação dos investimentos, Teixeira (2002) cita a *ciranda financeira*, que ocorre quando os empresários investem em maior quantidade nos títulos da dívida pública e em menor quantidade no próprio processo produtivo. Tais títulos são emitidos com maior atratividade já em decorrência da perda de arrecadação do governo com o imposto inflacionário.

2.1.1 Tipos de inflação

Segundo Teixeira (2002), levando em conta a interação entre a oferta e a demanda que resulta nos preços, a inflação seria produto de um choque de demanda ou de oferta.

A chamada inflação de demanda ocorre em um cenário de aumento simultâneo de preços e quantidades. Nestes casos, a solução tende a estar em políticas monetárias e fiscais contracionistas, para fins de contenção da demanda. Já a inflação de oferta acontece quando há um aumento de preços acompanhado de queda das quantidades. Via de regra, a solução estaria no controle dos custos. Dentre as opções está o arrocho salarial, que na prática pode não funcionar tão bem levando em conta que resulta em queda da renda, afetando o produto da economia como um todo e podendo se encaminhar a uma recessão.

A chamada inflação de demanda costuma ser o tipo mais clássico de inflação, na concepção de Luque e Vasconcellos (1996), por se tratar do resultado entre um excesso de demanda agregada em relação à produção disponível. Levando em conta que no curto prazo a demanda é mais passível de mudanças, de acordo com a política econômica escolhida, quando comparada à oferta, é preferível que sejam tomadas medidas no sentido de conter a demanda como forma de controlar a inflação. Além da própria redução de gastos do governo, eficaz nesta manipulação da demanda, também é possível agir indiretamente através de uma política monetária contracionista, provocando diminuição da moeda e do crédito através do aumento da taxa de juros, ou de uma política fiscal focada em aumentar os tributos incidentes sobre bens e serviços.

A inflação de custos, ou de oferta, ocorre quando a demanda permanece a mesma, porém o ocasional aumento dos custos dos insumos é repassado aos preços finais dos bens ou serviços. Os aumentos salariais são um exemplo comum para ilustrar a inflação de custos. Não necessariamente todo aumento da remuneração irá interferir no valor final, já que o aumento do salário acompanhado de aumento da produtividade não gera alterações, mas no caso de elevações salariais por pressão sindical, acima do nível de produtividade, os custos de produção crescem sem contrapartida.

Outro exemplo de ocorrência da inflação de custos seria a partir dos choques de oferta, quando relacionados ao aumento dos custos dos insumos de produção, que por sua vez são repassados aos preços finais dos produtos, conforme a definição inicial citada anteriormente.

É válido também distinguir a inflação de oferta induzida por uma inflação de demanda. Este tipo ocorre quando as empresas recebem estímulo a produzir mais, logo após

seus lucros crescerem sob situação de aumento da demanda, o que os leva a concorrer pela mão de obra e conseqüentemente aumentam o preço dela.

Para evitar a queda do nível de atividade econômica, em meio a uma inflação de custos, uma das soluções está em manter o pleno-emprego máximo dos recursos, o que ocorre com o aumento da demanda via alterações na política monetária ou fiscal. Porém, além de gerar uma inflação de demanda, esta solução não resolve a raiz do problema da inflação de custos. A expansão da oferta seria uma forma de driblar esta distorção causada pelo aumento da inflação de demanda, mas na prática só teria resultados no longo prazo, já que a oferta agregada é menos sensível aos estímulos por parte da política econômica.

Citando a existência dos mecanismos de indexação, tem-se a chamada inflação inercial. Esta se trata de um tipo de inflação de custos, onde a ideia de uma memória inflacionária cria a reprodução do aumento de preços. Segundo Resende (1984), uma parte substancial da inflação existe em decorrência do componente inercial. Desta forma, a inflação elevada e persistente pode ser diagnosticada de formas diferentes: como resultado de políticas monetárias e fiscais sem rigor ou como efeito da indexação.

2.1.2 Amplitude inflacionária

Bresser-Pereira (1990, p.15) classifica a inflação em três estágios: “[...] inflação moderada ou de um dígito anual, inflação inercial, autônoma, crônica ou de dois a três dígitos anuais; hiperinflação ou inflação de cinco dígitos anuais (superior a 50 por cento mensais)”. Trazendo para o caso brasileiro, com a forte indexação que ainda perdura até parte da década de 1990, pode-se falar inclusive de uma situação que se coloca entre a inflação inercial e a hiperinflação: a hiperinflação indexada. Isso ocorre em decorrência da taxa inflacionária muito alta, em um nível no qual não se pode mais atrelar apenas ao componente inercial e, ao mesmo tempo, não possui todas as características de uma hiperinflação.

O aumento da taxa de inflação geralmente é resultante de choques endógenos, como expectativas dos agentes, alteração de indexadores e conflito distributivo, associados a choques exógenos. No caso da inflação inercial, já que os agentes se baseiam na inflação passada, a existência de choques exógenos e endógenos amplifica o receio em relação ao comportamento do nível de preços e perpetua a aceleração da própria inflação, levando em conta a utilização de sucessivos indexadores: o primeiro trata-se dos custos, o segundo é o índice geral de preços, o terceiro geralmente utiliza como base a inflação de algum setor cujos preços estão aumentando de forma maior que os outros, por último seria a taxa nominal de

juros, mas já em um estágio que avança cada vez mais para a hiperinflação (BRESSER-PEREIRA, 1990).

A hiperinflação é assumida por Mankiw (2014) como uma inflação que passa de 50% ao mês, cuja persistência acarreta um custo social elevado. A sua causa mais instintiva trata-se da emissão monetária em excesso, podendo ser observado na prática que a gênese das hiperinflações geralmente está nos problemas fiscais, quando o governo não conta com outras formas de diminuir o déficit além da emissão de moeda. Com a receita real de impostos defasada pelo alto índice inflacionário, o governo faz uso da chamada *senhoriagem* e reforça ainda mais a continuidade da inflação.

Além das formas clássicas de financiamento do gasto público, como recolhimento de impostos e venda de títulos públicos, outra maneira para auferir receita trata-se da emissão de moeda, gerando a *senhoriagem*. Ao emitir moeda, o governo conseqüentemente está promovendo a diminuição do valor do dinheiro em espécie que está em circulação, funcionando como um imposto inflacionário incidente sobre a posse de moeda em espécie.

2.2 A POLÍTICA MONETÁRIA

Segundo Lopes e Rossetti (1998), a Política Monetária pode ser conceituada, de forma ampla, como a responsável pelas medidas de controle da oferta de moeda e das taxas de juros, com uma atuação de forma a utilizar instrumentos que geram efeitos diretos ou induzidos.

Suas ações ocorrem em prol de alguns objetivos, como o desenvolvimento econômico, estabilidade do nível de emprego, equilíbrio na balança de pagamentos e estabilidade de preços. Levando em conta o enfoque do trabalho, a abordagem será feita sobretudo na política monetária como meio para o controle do nível geral de preços.

2.2.1 A oferta de moeda e os instrumentos de Política Monetária

A manipulação da oferta monetária é um dos objetivos das escolhas em termos de política monetária. Tal oferta pode ser definida como a soma da moeda manual (PM^P) ou papel-moeda em circulação e a moeda escritural (D_{BC}^P) ou depósitos no sistema bancário comercial:

$$M = PM^P + D_{BC}^P \quad (1)$$

A oferta de moeda depende das variações no multiplicador dos meios de pagamento e das mudanças na base monetária (B), composta pela moeda metálica e papel-moeda tanto em poder do público quanto em poder dos bancos e dos depósitos feitos pelos bancos junto ao Banco Central:

$$\Delta M = k \Delta B \quad (2)$$

O multiplicador depende do nível de reservas mantido pelos bancos comerciais (r), que por sua vez trata-se de uma variável a ser manipulada através da política monetária vigente, assim como depende da proporção de moeda escritural mantida pelo público (d):

$$k = 1 / (c + d (r_1 + r_2)) \quad (3)$$

Para influenciar a oferta monetária e a taxa de juros, conta-se com os chamados instrumentos de política monetária. Entre eles há a *fixação da taxa de reservas*, proporção do total de dinheiro a ser mantido pelos bancos comerciais junto à autoridade monetária. Observando a relação anterior, conclui-se que em caso de aumento da taxa de reservas (r_1 e r_2) há uma queda do multiplicador (k), que por sua vez resulta em uma redução da oferta monetária (M). Esta é uma forma para controlar o nível de depósitos disponíveis a serem oferecidos pelos bancos.

Outro instrumento, utilizado para aumentar a liquidez dos bancos comerciais, trata-se das *operações de redesconto*. Atuando como o banco dos bancos, o Banco Central, quando necessário, desconta títulos dos bancos a uma taxa prefixada e a curto prazo. Segundo Lopes e Vasconcellos (2008), o mais importante neste instrumento é a taxa de juros de redesconto. Servindo também como um indicador de taxa de juros a ser utilizada pelo mercado, sua função principal está na avaliação do próprio banco tomador, que em caso de taxas altas será mais cauteloso em relação a suas concessões de crédito e a suas reservas voluntárias. Vale ressaltar que o redesconto não se configura como um instrumento de política monetária tão importante e utilizado no Brasil, já que seu histórico no país não ocorreu em prol do controle da moeda. No início dos anos 1970, o repasse na forma de redescontos serviu para auxiliar as fusões e aquisições bancárias, assim como em 1996 houve a criação da Taxa Básica Financeira (TBF), a ser utilizada nas operações de redesconto e servindo também como taxa básica de juros.

Na forma de um instrumento com mais agilidade em relação aos demais, as *operações de open-market* controlam a moeda em circulação através dos títulos da dívida pública. Para

contrair a oferta monetária, um maior volume de títulos de sua carteira é disponibilizado, assim como para expandi-la basta realizar a compra destes títulos.

Segundo Lopes e Rossetti (1998), da mesma forma que há controle da oferta monetária utilizando formas indiretas, como a taxa de reservas, as operações de redesconto e de *open market*, também existem as vias diretas, que praticam o *controle e a seleção do crédito*. Na prática significa que a autoridade monetária pode intervir através do controle da taxa de juros e na determinação do volume e condições em que ocorre a oferta do crédito. Sendo um mecanismo usual e amplamente utilizado, vale lembrar que as próprias operações de redesconto e os depósitos compulsórios acabam por direcionar o crédito.

2.2.2 O principal instrumento de política monetária: a taxa de juros.

Definida por Lopes e Vasconcellos (2008) como o custo de oportunidade de manter saldos monetários, levando em conta que o agente está deixando de receber uma remuneração pelo seu capital ao não adquirir títulos, a taxa de juros é uma importante variável para o controle da demanda por moeda.

A taxa de juros nominal (i) pode ser definida como o ganho total obtido em uma aplicação, ou seja, o total sobre o montante inicial. Já a taxa de juros real (r) leva em consideração a inflação, isto é, a mudança do poder de compra da moeda ao longo do tempo:

$$r = i - \pi \quad (4)$$

Partindo do pressuposto de que a moeda não garante retornos nominais e seu retorno real será apenas a variação inflacionária, entende-se que a taxa de juros nominal é mais relevante na determinação da demanda por moeda. Assim, quanto menor a taxa de juros nominal, maior será a demanda monetária.

Mankiw (2014) relaciona a taxa de juros nominal como a soma entre a taxa de juros real e a taxa de inflação, reorganizando os termos vistos anteriormente. Esta relação resulta na chamada equação de Fisher:

$$i = r + \pi \quad (5)$$

Utilizando esta fórmula e considerando a inflação esperada, conclui-se que o saldo monetário depende dela. Desta forma, verifica-se que o nível de preços depende também da oferta monetária futura, já que uma expectativa de uma política monetária expansionista e

consequente crescimento inflacionário resultam em uma maior taxa de juros nominal, reduzindo a demanda por moeda. Caso a autoridade monetária não altere a oferta neste momento, apenas permanecendo a expectativa futura, este mecanismo de transmissão irá gerar preços maiores no presente.

2.2.3 O COPOM e a taxa Selic

Segundo o Banco Central do Brasil (BCB), o Comitê de Política Monetária (COPOM) é um órgão do BCB instituído em 1996, cuja principal função está em definir as diretrizes da política monetária e a taxa básica de juros da economia. O comitê é formado pelo Presidente e Diretores do BCB, assim como também participam das reuniões os chefes de alguns departamentos do Banco Central. As reuniões ordinárias do Copom dividem-se em duas partes: o primeiro dia é dedicado à apresentação feita pelos chefes de departamento, na qual está presente uma análise da conjuntura econômica; no segundo dia é tomada a decisão sobre a meta da Taxa Selic, por maioria simples de votos dos membros do comitê.

A Taxa Selic trata-se da taxa básica de juros da economia. A sigla Selic significa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia, uma estrutura de mercado onde ocorrem as transações de títulos públicos federais. Sendo administrado pelo Banco Central, o órgão atua no mercado aberto para garantir que as taxas das operações permaneçam próximas à meta definida pelo COPOM.

Funcionando como a taxa básica de juros da economia brasileira, ela influencia diretamente as taxas de juros praticadas no país, como em operações de financiamento e aplicações financeiras. Desta forma, representa o principal instrumento utilizado pela autoridade monetária, por causar efeitos, como na atividade econômica, que por sua vez afetam a inflação.

Enquanto o Banco Central é responsável por estabelecer a forma de atuação da política monetária, envolvendo a definição da taxa básica de juros, Carrara e Correa (2012) enfatizam o papel do Conselho Monetário Nacional (CMN) na definição das metas para a inflação, seus intervalos de tolerância e o índice de preços a ser utilizado como parâmetro. Assim, conclui-se que o Banco Central é o responsável pelo cumprimento das metas, que ocorre quando o índice de preços referencial determinado pelo CMN se encontra dentro do intervalo estabelecido. Caso a inflação verificada não esteja dentro da faixa de tolerância, o presidente do Banco Central deve escrever uma carta aberta para o ministro da Fazenda, elencando os

motivos que levaram a esta situação e apresentando novas medidas a serem tomadas e um prazo para que o índice de preços volte ao intervalo definido.

2.3 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

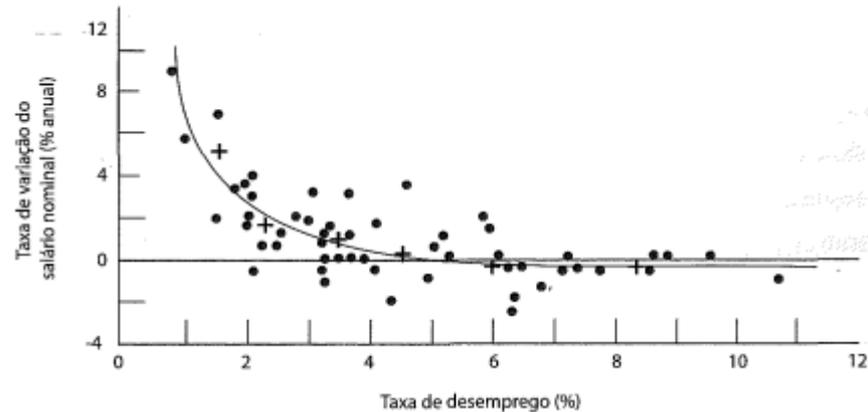
O regime de metas de inflação ocorre quando o Banco Central anuncia as metas inflacionárias, a serem obtidas através das ações por parte da autoridade monetária. Neste capítulo será abordada a fundamentação teórica do RMI, para melhor entendimento acerca das origens deste regime e seus objetivos.

Segundo Neves e Oreiro (2008), dentre as políticas econômicas que utilizam a chamada âncora nominal, citando os exemplos realizados durante regimes de câmbio fixo, o regime de metas de inflação surge como uma alternativa na qual a âncora nominal continuará existindo, mas agora na forma da própria política monetária.

Modenesi (2005) explica a adoção de um regime de regras monetárias através do chamado *monetarismo tipo I*, cuja primeira hipótese trata-se da taxa natural de desemprego. Na concepção de Friedman, esta taxa leva em conta apenas o desemprego voluntário e o friccional, sendo este último um desemprego temporário. Desta forma, esta taxa natural é causada apenas por variáveis reais, igualando-se ao efetivo desemprego quando não há ação da política monetária.

Após o entendimento da taxa natural de desemprego, o monetarismo I preocupa-se em analisar um segundo fator: a curva de Phillips. Na sua primeira versão, Phillips investiga se os salários são definidos da mesma forma que o preço dos bens e serviços. Desta maneira, a curva apresenta a relação entre a variação do salário nominal (ou inflação salarial) e a taxa de desemprego.

Gráfico 1 – A curva de Phillips original



Fonte: Phillips (1958 apud MODENESI, 2005)

Em 1960, Samuelson e Solow repaginaram a curva de Phillips, substituindo a inflação salarial pela variação no nível geral de preços. Assim, a curva passa a representar o *trade-off* entre a inflação e o desemprego, podendo servir como guia para as opções de política econômica.

Já a curva de Phillips versão de Friedman-Phelps, a terceira versão, inclui a expectativa inflacionária como nova variável:

$$\pi_t = \pi_t^e - \alpha (U_t - U_n) \quad (6)$$

Veloso et al. (2013) apontam para a ideia de Friedman na qual o trade-off anterior entre inflação e desemprego, agora já não é mais estático.

Nesta nova forma, temos a diferença entre a taxa de inflação e a expectativa para o período. Caso esta diferença seja negativa, com uma inflação esperada maior, o desemprego está em um patamar acima da taxa natural. Caso os dois parâmetros sejam iguais, por consequência o desemprego se iguala à taxa natural.

Ainda nesta mesma linha, Friedman (1988 apud MODENESI, 2005) aponta que a política monetária é efetiva sob a existência da chamada ilusão monetária, neste caso definida como um erro de expectativa em relação ao comportamento inflacionário. Desta forma, para manter o nível de desemprego abaixo da taxa natural, uma política monetária expansionista garantiria a taxa de variação da inflação.

Ao realizar a sua revisão a respeito da Teoria Quantitativa da Moeda, Friedman manteve a tese que viria a ser uma das principais no modelo monetarista: “*Inflação é sempre e*

em qualquer lugar um fenômeno monetário no sentido de que ela é e somente pode ser gerada por um crescimento do estoque monetário maior do que o do produto” (1989 apud MODENESI, 2005). Modenesi (2005) ainda afirma que a origem do regime de metas de inflação remete a esta ideia de que a inflação está diretamente ligada ao controle da política monetária.

Neves e Oreiro (2008) afirmam que em termos macroeconômicos existe um favoritismo à escolha da política monetária neste sentido em decorrência da sua melhor capacidade de dar uma resposta rápida aos fenômenos econômicos sem impactar de forma definitiva o lado real da economia. Da mesma forma, o sistema de metas inflacionárias não se trata apenas de uma regra a ser seguida, já que a taxa de juros é estipulada levando em conta uma série de variáveis, como o regime de metas utilizado em outros países e as previsões sobre o comportamento da inflação.

Segundo Blanchard (2011), quando existe uma alta taxa de inflação, tanto trabalhadores quanto empresas enfrentam um dilema ao definir se o contrato de trabalho deve apresentar um salário fixo ou não. Isso ocorre pois geralmente uma inflação alta significa na prática uma alta volatilidade inflacionária, levando incerteza na definição das remunerações, cujo valor real pode variar consideravelmente de acordo com o cenário. Em decorrência deste cenário, ocorre a chamada *indexação dos salários*, cláusula que aumenta os salários em resposta à inflação.

A escolha relacionada à taxa de juros ideal para o objetivo inflacionário é atrelada por Bresser-Pereira e Gomes (2007) à Regra de Taylor, formulada em 1993:

$$i_t - \pi_t = \bar{r} + b (\pi_t - \pi^*) + c (\ln Y_t - \ln \bar{Y}_t) \quad (7)$$

Representados na fórmula, i_t é a taxa de juros nominal, π_t é a inflação, $\ln Y_t - \ln \bar{Y}_t$ é igual ao hiato do produto e π^* trata-se da meta de inflação. Levando em consideração que \bar{r} é a taxa de juros real quando Y_t é igual a \bar{Y}_t , ela também é denominada como a taxa de juros de equilíbrio. Conclui-se que o banco central deve aumentar a taxa de juros, em relação à taxa de equilíbrio, quando a inflação passar da meta e quando o produto passar sua taxa natural.

Blanchard (2004) argumenta que, seguindo a regra de Taylor, o Banco Central deve tentar atingir a meta de inflação via ajustes na taxa nominal de juros, com a regra levando em conta, além da inflação atual, o desemprego do momento. Um exemplo prático seria o caso de uma taxa de inflação acima da meta ($\pi_t > \pi^*$), onde o Banco Central poderia aumentar a taxa nominal de juros para provocar maior desemprego, aliviando assim a inflação.

Não existe uma obrigatoriedade em seguir esta sistemática em todos os momentos, levando em conta que, dependendo dos eventos que estão ocorrendo, a taxa de juros irá mudar por razões diferentes.

Com base nas informações tratadas neste capítulo, conclui-se que a inflação, em suas diferentes formas e amplitudes, pode ser influenciada pela política monetária escolhida, que por sua vez possui uma série de mecanismos e instrumentos a serem utilizados com o objetivo de controlar a liquidez, ou oferta de moeda, assim como as taxas de juros. A apresentação das origens e funcionalidades do Regime de Metas de Inflação é fundamental para o entendimento das ações tomadas pela autoridade monetária, a exemplo da importância conferida à taxa de juros nominal de curto prazo, principal instrumento de política monetária no contexto estudado neste presente trabalho.

No capítulo seguinte será apresentado o espaço de tempo entre 1999 e 2008, com as características próprias de cada momento temporal, onde o enfoque principal estará na política econômica adotada e seus objetivos no momento considerado, priorizando a análise das ações em decorrência do Regime de Metas de Inflação e suas definições.

3 O PLANO REAL, O GOVERNO FHC E O GOVERNO LULA

Este capítulo inicia tratando brevemente as mudanças trazidas pelo Plano Real, assim como a política econômica que perdura até o ano de 1999, com enfoque no tocante à estabilidade de preços. Em seguimento, mostrando a gênese do Tripé Macroeconômico, é feito um panorama dos últimos anos do governo de Fernando Henrique Cardoso e, em sequência, dos anos de governo Lula até 2008. O objetivo deste embasamento está em criar condições para posterior análise acerca do histórico de política monetária utilizada no período, para então verificar sua eficiência ou não no controle da taxa de inflação dentro da sua meta.

3.1 O PLANO REAL E SUA HERANÇA

Segundo a definição de Fligenspan (2011), o mecanismo de indexação serve para atrelar os preços à inflação passada, a fim de manter o valor real, por vezes havendo correções acima da inflação para garantir que o reajuste seja efetivo. Este processo gera uma perpetuação da inflação ao longo do tempo, o que por sua vez acende a necessidade da desindexação na economia brasileira. O congelamento de preços é uma das alternativas a esta memória inflacionária. Porém, os desequilíbrios e distorções geradas pelo congelamento

mostram que não se trata de uma saída eficaz. O Plano Cruzado e sua proposta de congelamento dos preços, em 1986, foi facilmente aceito por se tratar de uma medida com efeitos de curto prazo e cuja sistemática é mais simples para a compreensão da população. Além disso, a experiência argentina em 1985 trazia otimismo.

3.1.1 O ajuste em três fases

Conforme Fligenspan (2011), levando em consideração a falta de eficiência nos planos econômicos que propuseram o congelamento de preços, o Plano Real se apresenta em três fases. A primeira foi lidar com a deterioração das contas públicas, efeito esperado após o controle da inflação, já que haveria um aumento real dos gastos públicos. A segunda parte foi a criação da Unidade Real de Valor (URV), com seu valor atrelado ao dólar e reajustado de acordo com minidesvalorizações cambiais. Definido por Franco (2004) como um sistema bi monetário, tanto o Cruzeiro real quanto a URV possuíam curso legal, com uma parte significativa dos contratos aderindo à nova moeda.

Segundo Fligenspan (1998), a terceira etapa ocorre com a conversão oficial do cruzeiro real para o real. Além disso também ficou determinada uma paridade máxima de 1 para 1 entre o real e o dólar, com a preparação de uma reserva internacional elevada, principalmente com as altas taxas de juros domésticas.

O efeito imediato do alívio da inflação foi chamado de *bolha de consumo*. O problema do aumento da demanda estava no fato de que nem sempre a oferta estaria preparada para se ajustar a ela. Contrariando as medidas do passado para lidar com a rápida expansão do consumo, a alternativa do Plano Real foi trazer produtos importados para corresponder à demanda interna. Assim, associado ao real valorizado, as importações se tornaram uma âncora dos preços no país.

Com a crise mexicana de 1994, o capital internacional deixou de ver com bons olhos os países cuja economia se assemelhava ao país, dentre eles o Brasil. A partir desta situação o governo passa a tomar atitudes para contenção do consumo, já que a âncora cambial estava prejudicada. Com um efeito pouco expressivo após o anúncio do regime de bandas cambiais, o governo optou por mais um aumento na taxa de juros, além de interromper seu apoio às importações ao aumentar o Imposto sobre Importação de alguns produtos. Porém, ao tentar resolver um problema, as medidas tomadas acabaram por prejudicar a indústria e refletindo no nível de emprego e de endividamento.

No mesmo ano o governo começou a reagir e voltar atrás nas políticas contracionistas, mas de forma gradual. A inflação em 1996 ficou abaixo de 10% e acima das expectativas naquele momento, enquanto o déficit da balança comercial foi pior do que o esperado.

Segundo Giambiagi (2011), entre 1994 e 1998, houve três grandes crises que geraram efeitos em nível mundial, inclusive ao Brasil. A primeira ocorreu no México, como citado anteriormente, e a segunda nos países da Ásia. Após a crise dos países asiáticos, ficou clara a necessidade de mudança no rumo da política econômica, para evitar que o Brasil tivesse o mesmo destino de queda do PIB e crise financeira acentuada. Averbug e Giambiagi (2000) elencam as duas principais zonas de desequilíbrio no momento: as contas públicas e o setor externo. A saída para os dois problemas seria um ajuste fiscal, combinando redução dos gastos e aumento das receitas, e maior competitividade internacional dos produtos brasileiros. Utilizando uma estratégia de ajuste gradualista, os resultados práticos foram bons, com desvalorização da moeda nacional e melhora do resultado primário.

O ano de 1998 iniciou bem, com uma taxa de juros abaixo dos 20%, após quase ter alcançado a faixa dos 40% no ano anterior. Porém no mesmo ano ocorreu uma nova crise, desta vez na Rússia, gerando impacto significativo ao Brasil, momento em que nova alta da taxa de juros já não se mostrava tão efetiva para resolver o problema especulativo e ainda trazia o ônus fiscal. Desta forma, o governo recorreu ao Fundo Monetário Internacional (FMI) para realizar um acordo de ajuda externa, cuja contraparte deveria contemplar um ajuste fiscal. Porém, além da falta de confiança por parte do mercado, houve rejeição por parte do Congresso Nacional ao projeto de contribuição previdenciária aos servidores inativos, uma das vias de alcançar o aperto fiscal pretendido.

Em um cenário cada vez mais crítico em relação à perda de divisas, com a desvalorização se tornando cada vez mais uma realidade, o governo optou por permitir uma taxa cambial flutuante. Desta forma, o fim da âncora cambial significou na prática o início da adoção do regime de metas de inflação, com a chegada de Armínio Fraga na presidência do Banco Central, em lugar de Gustavo Franco.

3.2 O TRIPÉ MACROECONÔMICO E OS ÚLTIMOS ANOS DO GOVERNO FHC (1999 – 2002)

Segundo Lopreato (2015), o governo Fernando Henrique Cardoso faz um diagnóstico ortodoxo ao apontar o problema do déficit público como principal causador da inflação.

Porém, em oposição à visão monetarista, onde os preços seriam controlados com a restrição da oferta de moeda, agora o controle inflacionário seria alcançado com alterações no regime fiscal.

Nos primeiros anos de governo, a inflação controlada e a alta do PIB proporcionaram ao governo um cenário mais favorável para implantação das reformas que antes não eram tão bem aceitas, como a reforma previdenciária, renegociações das dívidas dos estados e privatizações de algumas estatais.

Conforme Oliveira e Turolla (2003), um dos principais êxitos obtido pelo Plano Real se trata da neutralização da inércia inflacionária, através da Unidade Real de Valor (URV) e a troca gradual de moeda. Um dos principais mecanismos neste período foi a utilização da taxa de câmbio para ancorar os preços domésticos aos internacionais. Em um regime com bandas cambiais estreitas, ou seja, com o câmbio administrado, a política monetária deixa de buscar seus próprios fins para servir à política cambial, como auxiliando no patamar desejado de divisas no país a fim de valorizar o câmbio. Os efeitos negativos podem ser observados após as crises externas ocorridas neste período, onde a política monetária contracionista teve efeitos adversos inclusive na situação fiscal, com o aumento dos juros sobre a dívida pública. Desta forma, o déficit primário e o alto dispêndio com juros tornam o primeiro governo de Fernando Henrique Cardoso fiscalmente insustentável, mesmo tendo sido bem-sucedido no controle de preços.

O segundo mandato é marcado, em termos de política econômica, pela adoção de uma nova matriz econômica que por sua vez traz a mudança no regime monetário. Neste momento, a política monetária deixa de atender às necessidades da política cambial e passa a atuar com mais autonomia.

3.2.1 O tripé macroeconômico

O novo regime macroeconômico inaugura as novas bases das políticas cambial, monetária e fiscal, no ano de 1999. A base cambial adota o regime de câmbio flexível, quando o país deixa de utilizar as taxas administradas e passa a deixá-las serem determinadas pelo mercado. Já a base da política monetária passa a ser regida pelas metas de inflação, que devem ser estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e seguidas pelo BCB, através do controle e determinação da taxa de juros. Completando o novo regime, a política fiscal torna-se responsável pelo cumprimento das metas de superávit primário, compatíveis com uma relação dívida/PIB estável. Santos e Lopreato (2016) ainda enfatizam que este novo

regime macroeconômico tem a política fiscal como base de sustentação, que por sua vez também tem a função de responder às expectativas dos agentes e previsões econômicas de forma a proporcionar um ambiente no qual a política monetária seja eficiente.

Armínio Fraga (2009), presidente do Banco Central à época em que o tripé macroeconômico é adotado, confirma que a origem do sistema de metas de inflação surge a partir da flutuação cambial no início de 1999, quando a expectativa inflacionária é desancorada. Uma alternativa seria a volta ao regime de câmbio fixo, assim como a criação de uma caixa de conversão como feito na Argentina ou ainda a criação de metas monetárias, sendo essa última uma opção claramente instável. Preocupada com o destino das expectativas inflacionárias, a equipe econômica opta pelo RMI, já que o histórico brasileiro trazia receio em relação a um possível descontrole inflacionário e, conseqüentemente, uma possibilidade de reindexação como no período anterior ao Plano Real.

Conforme Cintra (2005), neste novo sistema de metas inflacionárias, a taxa Selic, taxa básica de juros, é o principal instrumento a ser utilizado pela autoridade monetária, em decorrência das previsões de inflação e do hiato do produto, para que o índice de preços não ultrapasse a meta definida.

A depreciação cambial de 1999 trouxe à tona o receio em relação à reação inflacionária. Como experiência recente havia o exemplo do México, que praticou essa flutuação em 1995 e provocou uma expectativa de inflação na casa dos 50%. É esperado que as oscilações da taxa de câmbio impactem a economia como um todo, como o nível de preços dos bens e serviços, a título de exemplo, as *commodities*. Já a experiência da Coreia do Sul mostra uma transmissão muito baixa da variação cambial à inflação, mostrando que não necessariamente a mudança na matriz cambial irá provocar significativa piora no nível de preços.

Sendo medidas pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), as metas inflacionárias deveriam ser definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e executadas pelo Banco Central (OLIVEIRA E TUROLLA, 2003). Embora na prática a falta de autonomia do Banco Central prejudicasse a eficácia e a funcionalidade das metas inflacionárias, pela primeira vez havia um “compromisso formal com a estabilidade de preços” (Giambiagi, 2011, p. 183), marcado pelas boas práticas de transparência para com a população, como através das atas do Banco Central e da divulgação dos Relatórios de Inflação (GIAMBIAGI, 2011).

3.2.2 O regime de metas de inflação e a política econômica entre 1999 e 2002

Levando em conta as altas taxas de juros registradas ao longo da década de 1990, o ano de 1999 já sinaliza a redução da taxa Selic (tabela 1). Conforme Campedelli (2015), os anos de 1999 e 2000 foram de relativa flexibilidade nas medidas tomadas em torno das metas inflacionárias, devido à estabilidade econômica do período.

Tabela 1 – Taxa de juros nominal - Overnight / Selic entre 1990 e 2000

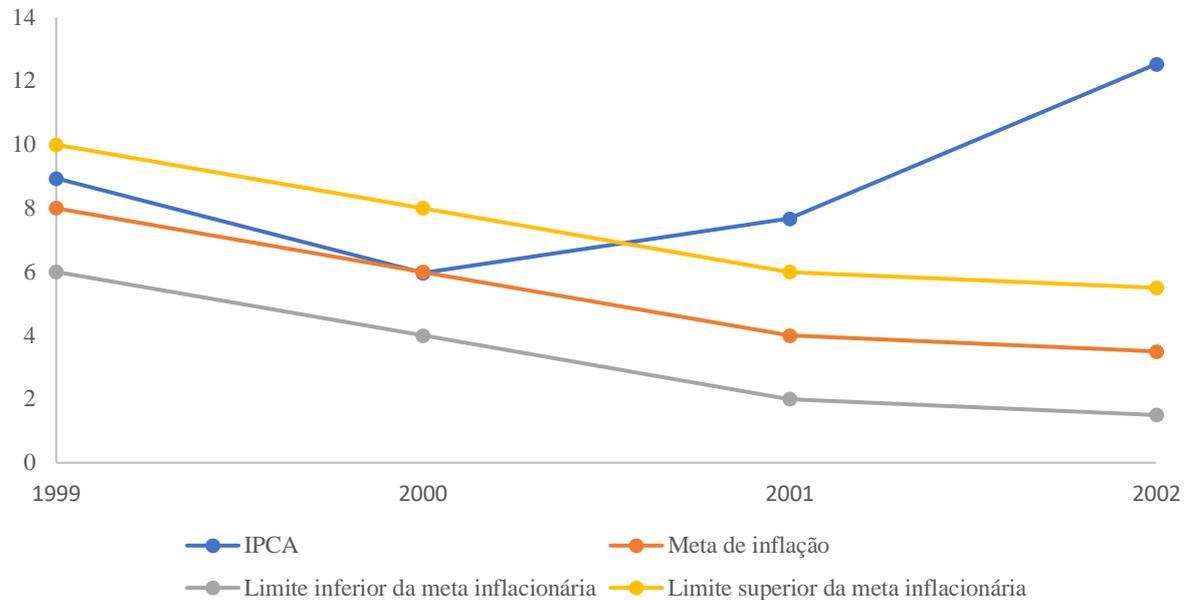
Período	Taxa de juros
1990.12	1.082,84
1991.12	2.494,26
1992.12	1.489,05
1993.12	5.756,83
1994.12	56,45
1995.12	38,96
1996.12	23,87
1997.12	42,08
1998.12	32,92
1999.12	20,98
2000.12	15,39

Fonte: Elaboração própria com dados coletados do IPEADATA (2023)

Segundo Oliveira e Turolla (2003), indo contra as previsões pessimistas, no ano de 1999 a inflação anual não passou de um dígito e o PIB não apresentou queda real. Até o ano seguinte houve um ambiente de estabilidade econômica e juros em queda.

Mesmo com a política econômica assumindo a depreciação cambial, o resultado inflacionário não foi severo como era esperado. O IPCA de 1999 ficou registrado em 9%, um pouco acima da meta de 8%, mas ainda dentro do intervalo de tolerância (gráfico 2). Giambiagi (2011) elencou alguns fatores que amorteceram o impacto do câmbio na taxa de inflação, como a redução da oferta industrial, mudança das políticas de reajuste e indexação, baixa inflação já no período inicial, respeito às metas fiscais, política monetária eficiente, entre outros.

Gráfico 2 – Meta inflacionária e IPCA entre 1999 e 2002



Fonte: Elaboração própria com dados coletados do BCB e IBGE (2023)

Quanto ao resultado do PIB, esperava-se uma queda entre 3% e 4%, levando em conta a queda do salário real e as taxas de juros mantidas em patamares bastante elevados nos primeiros meses do ano. Entretanto, o que se viu na prática foi uma maior produção doméstica de itens antes importados, queda das taxas de juros reais e nível de consumo estável, em decorrência da queda não tão significativa dos salários reais em meio ao controle da inflação. Desta forma, o PIB mostrou um crescimento próximo de 1% no ano.

A perda de reservas em excesso foi o ponto inicial da desvalorização provocada pelo governo brasileiro em 1999. Conforme Bresser-Pereira e Gomes (2007), sem a âncora cambial que já perdurava anteriormente em prol do controle inflacionário, a flutuação da moeda nacional amplificou o receio dos agentes em relação ao nível de preços. A reação foi o aumento considerável da taxa de juros, que já se encontrava elevada. Seis meses após o início do regime de câmbio flutuante, foram estabelecidas as metas inflacionárias para os três anos seguintes. O IPCA foi escolhido como índice, levando em consideração a característica de expressar eventuais choques e fatores sazonais, assim como a taxa Selic foi selecionada como o instrumento de política monetária a ser utilizado.

Bresser-Pereira e Gomes (2007) também atribuem outros fatores para a inflação controlada verificada em 1999. A depreciação cambial associada a um crescimento econômico lento, assim como o maior superávit primário, resultado do aperto fiscal proposto, são razões plausíveis que contribuíram para o nível de preços.

O IPCA apresentou uma queda para quase 6% no ano de 2000, atingindo a meta inflacionária neste mesmo valor (tabela 2), enquanto o ano de 2001 rompeu este ciclo economicamente positivo, em decorrência dos problemas externos no período e a crise de energia que afetou o país.

Tabela 2 – Metas inflacionárias (pós adoção do RMI) e IPCA entre 1999 e 2002

Ano	Meta de inflação	IPCA	Intervalo de tolerância da inflação
1999	8	8,94	6 - 10
2000	6	5,97	4 - 8
2001	4	7,67	2 - 6
2002	3,5	12,53	1,5 – 5,5

Fonte: Elaboração própria com dados coletados do BCB e IBGE (2023)

O bom desempenho do setor agrícola favoreceu a trajetória inflacionária no ano 2000, assim como a queda dos preços industriais. No segundo trimestre houve uma maior pressão sobre o índice de preços, em decorrência do aumento do salário mínimo e dos preços dos combustíveis. A segunda metade do ano apresenta continuidade da elevação do índice, agora pressionado também pelos preços administrados, como os combustíveis que seguem a cotação internacional e o impacto da safra de cana-de-açúcar no álcool. Aqui vale destacar a notável ausência dos mecanismos de indexação, já que esta pressão inflacionária não se dissemina aos outros setores da economia. De igual forma, a contribuição dos bens administrados ao IPCA chegou a cerca de 58% ao ano (Banco Central do Brasil, Relatório Anual 2000).

Em março de 2001 a taxa Selic chegou ao menor patamar desde a sua criação: 15,1% ao ano. Porém, já no primeiro trimestre do mesmo ano este cenário foi revertido. Desde a crise nacional de energia elétrica até os problemas econômicos norte-americanos e a crise argentina, houve uma depreciação do câmbio e retração do nível de investimento.

Em carta enviada por Armínio Fraga, na condição de presidente do BCB, para o ministro da Fazenda, Pedro Malan, são explicadas as razões do não cumprimento da meta inflacionária naquele ano. Além dos fatores externos e a depreciação cambial, Armínio Fraga também evidencia o aumento dos preços administrados, principalmente da energia elétrica, chegando a 10,4%, ao passo que os preços livres apresentavam inflação de 6,5% (ARMÍNIO FRAGA, 2002).

Batista Jr (2002) utiliza a crise de 2001 como exemplo para enfatizar a suscetibilidade do país aos choques externos. Algumas variáveis são importantes para verificar o andamento

e as características da política econômica após o Plano Real e adoção da nova moeda. Um dos destaques é a evolução considerável do endividamento público, fator de certa forma limitador em relação à tomada de decisões do Banco Central, como o aumento da taxa de juros, levando em conta uma proporção em cerca de 80% da dívida pública federal em títulos pós-fixados.

No ano de 2002 os problemas continuam, desta vez acrescentando a incerteza em relação às eleições que se aproximavam. Principalmente no tocante à eleição presidencial, as expectativas inflacionárias ficam prejudicadas de forma significativa.

Apesar das reformas estruturais e dos ajustes realizados desde 1999, Giambiagi (2011) se atém aos fatores que expliquem por que em 2002 o Brasil ainda possui um risco-país elevado e rejeição ao governo por parte de população. A explicação começa na dívida pública em constante aumento, inclusive tendo o segundo mandato do presidente FHC tendo representado um forte ajuste primário, mas sendo impactado pelos efeitos cambiais e reconhecimento de dívidas antigas. Além disso, para o cenário externo a projeção era de um baixo superávit em conta corrente para 2002 e alto déficit para 2003, expectativas que se mostraram menos severas na realidade. Tal ceticismo ocorria em meio à crise argentina, contração creditícia internacional e queda dos preços dos produtos exportados brasileiros em cerca de 17%, acumulado de 1998 até 2002.

Moreira (2006) destaca que a forte depreciação cambial ocorrida entre 1999 e 2003 também contribuiu para o aumento nos índices de preços, repassando esta alta para algumas tarifas públicas. Desta forma, as taxas de juros reais mais altas podem ser explicadas, em parte, pela autoridade monetária optar por um comportamento mais rígido em relação a estes choques cambiais. Mesmo que os momentos de maior elevação da taxa de juros não sejam contínuos, eles acontecem com certa frequência no período analisado. Desde as crises externas na década de 1990 até a crise de confiança que marca o ano de 2002, as elevações contribuem para que a média geral da taxa de juros real seja alta, levando em conta também o comportamento mais vagaroso nos momentos de reduzir a taxa de juros.

3.3 OS ANOS DE GOVERNO LULA ATÉ A CRISE DE 2008 (2003 – 2008)

Conforme Lima e Fonseca (2021), o governo Lula pode ser interpretado de duas formas: a *mainstream* e a heterodoxa. Na visão *mainstream*, o novo governo não segue a linha do seu comportamento eleitoral, cujo conteúdo do discurso precisou mudar em decorrência da crise de confiança em torno da nova candidatura. Em contrapartida, é de certa forma instintivo que a corrente econômica heterodoxa interprete o primeiro mandato do presidente Lula como

controverso, em função da política econômica permanecer na mesma linha do antecessor. Já no segundo mandato há discordâncias ainda maiores entre as duas formas de pensamento, em decorrência do novo viés desenvolvimentista adotado pelo governo.

3.3.1 O primeiro mandato e a continuidade

O ano de 2002 foi marcado pela vitória de Luiz Inácio Lula da Silva nas urnas, mas o período eleitoral foi marcado por um grande receio por parte da população em relação ao novo governo. Algumas menções por parte de membros do partido eleito ajudaram a deixar o ambiente mais tenso, como a possibilidade de um plebiscito nacional sobre a dívida externa e as críticas em relação às metas de superávits primários. Em 2001 ainda houve a divulgação de um plano econômico intitulado “Um outro Brasil é possível”, levantando propostas como renegociar a dívida externa e limitar os valores para fins de pagamento de juros da dívida pública. Após isso houve uma revisão e nova divulgação do plano econômico, agora chamado “A ruptura necessária”. Uma nova preocupação surge, agora em relação às propostas de aumentos do gasto público. O programa Fome Zero, por exemplo, foi orçado para utilizar cerca de 1,7% do PIB, sem proposta de compensação dos gastos ou nova fonte de recursos (GIAMBIAGI, 2015).

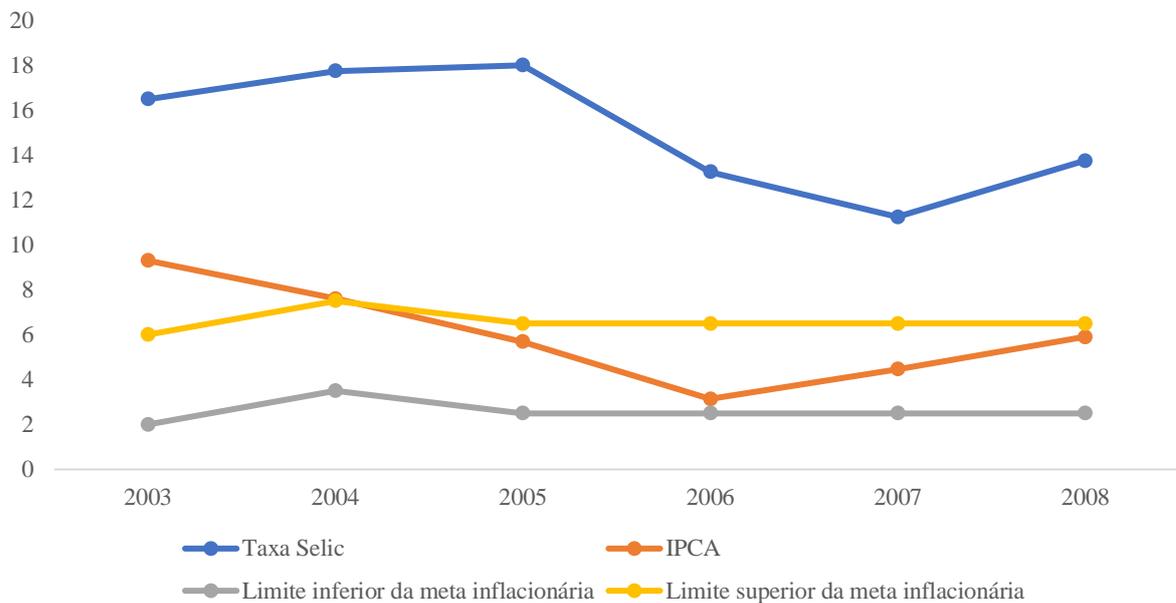
A entrada de Antônio Palocci na coordenação do plano de governo, em 2002, iniciou a campanha para conter as desconfiças em relação às atitudes que seriam tomadas no âmbito da economia. A Carta ao Povo Brasileiro, lançada em 22 de junho de 2002, afirma que o compromisso do novo governo é corrigir as vulnerabilidades do país, promovendo desenvolvimento econômico e justiça social. Assim que foi eleito, Lula faz questão de sinalizar que não pretendia mudar drasticamente a política econômica até então conduzida pelo governo FHC, a exemplo da imposição de uma meta para o superávit primário em 4,25% do PIB.

Conforme Fligenspan (2011), o primeiro ano de governo estava focado em não perder o controle, principalmente tratando-se da inflação. De fato, o crescimento do PIB em 1,2% não foi tão significativo, assim como o aumento do nível de desemprego e do IPCA, chegando este a 9,3% a.a. Mesmo com a política econômica restritiva pela qual o governo optou, caracterizada pelos juros elevados, taxa de câmbio valorizada e arrocho fiscal, o resultado do lado externo foi notável. A recuperação após a crise de 2001 se mostrou efetiva, possibilitando o bom resultado do saldo comercial brasileiro. Desta forma, o cenário doméstico não satisfatório foi compensado pelo cenário externo.

Conforme Barbosa e Souza (2010), no início do ano de 2003 as metas de inflação são ajustadas para cima, a fim de lidar com os impactos inflacionários e cambiais do ano anterior. A contrapartida encontra-se no anúncio de nova alta da taxa Selic, chegando a 26,5% a.a em fevereiro daquele ano, comparada à taxa do mês de dezembro do ano anterior que estava em 25% a.a.

Quanto ao ajuste fiscal, além da meta de superávit primário, o investimento da União passa a representar 0,3% do PIB em 2003, em oposição ao ano anterior quando representava 1,1%, assim como o salário mínimo apresenta um aumento real de apenas 0,7%. A política fiscal pró-cíclica, que significa a redução dos gastos em um cenário de menor crescimento econômico, associada ao aumento da taxa de juros inevitavelmente contribuiu para agravar a desaceleração econômica. Em meio a uma recessão técnica e apreciação da taxa de câmbio, a inflação estava desacelerando e, desta forma, o Banco Central anunciou redução da taxa Selic no segundo semestre de 2003 (gráfico 3).

Gráfico 3 – Taxa Selic, Metas de inflação e IPCA entre 2003 e 2008



Fonte: Elaboração própria com dados coletados do IPEADATA e BCB.

Conforme Giambiagi (2015), a nomeação de Henrique Meirelles para a presidência do Banco Central e a elevação da taxa básica de juros (Selic), assim como a fixação de metas inflacionárias menores, 8,5% e 5,5% para 2003 e 2004, contribuíram de forma positiva para marcar o início do governo.

A condução da política econômica aliada a um cenário de liquidez internacional, com a taxa de juros norte-americana próxima de 1% a.a., foi determinante para o controle inflacionário em 2003. O rigor da política monetária pode ser considerado o fator primordial a este processo, favorecendo inclusive a valorização da moeda doméstica, que por sua vez também impactou positivamente na inflação. Porém, em contrapartida a esta alta de juros, a atividade econômica e, conseqüentemente, o PIB já estavam comprometidos.

É fato que a partir de 2003, o governo deu continuidade ao regime de metas de inflação e as decisões periódicas tomadas pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) estavam agindo no sentido de atingir as metas propostas.

Segundo Barbosa e Souza (2010), a inflação e a taxa Selic continuam em queda no ano de 2004. Em abril, a taxa básica de juros chegou em 16% a.a., com inflação acumulada dos últimos doze meses em 5,6% a.a, também em queda. Porém, o Banco Central anuncia alta da taxa de juros novamente no mês de setembro do mesmo ano. É importante destacar que esta restrição monetária é realizada em decorrência do crescimento do PIB em 5,7%, que não estava de acordo com o crescimento esperado de 3,5%, gerando diferenças entre o produto efetivo e o desejado. Seguindo a Regra de Taylor, a autoridade monetária faz sua escolha com base nas conseqüências deste maior crescimento econômico sobre a inflação.

Silva (2017) destaca a queda da taxa de inflação entre 2006 e 2007, via valorização cambial, queda dos preços de gêneros agrícolas, corte de alguns tributos sobre os alimentos e diminuição do CIDE (Contribuição sobre Intervenção no Domínio Econômico) incidente nos combustíveis. Diante do cenário favorável, criaram-se boas condições para redução da taxa básica de juros, com a Selic chegando à faixa de 11,25% a.a no final do ano de 2007.

Outra característica vista durante o governo Lula se trata do esforço para promover a valorização da moeda doméstica, resultante cada vez mais da entrada de recursos financeiros. Este é um momento no qual a política cambial está agindo no controle da inflação, já que a partir de 2004 o governo já não poderia atrelar qualquer aumento generalizado de preços à situação deixada pelo governante anterior. Assim, a taxa de juros alta e a valorização da Bolsa tornavam o país atrativo ao capital estrangeiro

Em contrapartida, acabou gerando perda da capacidade competitiva dos produtos nacionais. Desta forma, o governo passa a agir para aumentar o volume de reservas, operando no mercado futuro de dólar e adquirindo divisas. Por um tempo, o governo consegue reduzir substancialmente a dívida externa, liquidando toda a dívida junto ao FMI.

O Conselho Monetário Nacional estava fixando desde 2005 a mesma meta anual de inflação em 4,5%. De igual forma, os juros apresentavam trajetória decrescente desde o

segundo semestre de 2005, cenário que favorecia a expansão da economia com o aumento do volume de crédito.

3.3.2 O segundo mandato e o viés desenvolvimentista

Lima e Fonseca (2021) explicam que o segundo mandato do governo Lula teria sido mais crítico após o escândalo do Mensalão. Pressionado pela possibilidade de um processo de impeachment e pelas opiniões contrárias ao viés ortodoxo do governo, o último ano do primeiro mandato já é marcado pela mudança do nome à frente do Ministério da Fazenda, saindo Antônio Palocci e entrando Guido Mantega. Nos novos anos de governo a agenda econômica priorizou o investimento público, como através do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), assim como priorizou as transferências de renda e a regulação exploratória do pré-sal. Na visão *mainstream*, ao romper com a tendência de redução estatal iniciada no governo FHC, a nova política econômica se mostra de certa forma incompatível com a situação fiscal do país, refletindo um maior crescimento a partir de 2006 às custas de uma inflação frequentemente acima da meta e superávit primário reduzido.

No ano de 2006, a posse de Guido Mantega significou na prática o início das políticas que eram esperadas para o ano de 2003. Segundo Lopreato (2015), tanto o próprio Ministério da Fazenda quanto o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) tentam reaver a atuação pública e as ações em prol do incentivo ao setor privado. Quanto às decisões orçamentárias, o governo passa a utilizar mecanismos para priorizar o crescimento, a exemplo de alguns incentivos fiscais para setores com menor demanda agregada, exclusão de gastos direcionados aos investimentos do montante levado em conta na meta de superávit primário, e desconto dos resultados da Petrobras e Eletrobras no cálculo das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NSFP).

Barbosa e Souza (2010) abordam que, ainda no início do segundo mandato, houve medidas como a elevação do salário mínimo em 16,7%, que em virtude da inflação reduzida naquele ano significou na prática um aumento real em cerca de 14,1%. Ajudando a consolidar de fato o novo modelo assumido pelo governo, com ênfase no crescimento a partir da melhor distribuição de renda, este aumento também foi alvo de críticas em decorrência do risco inflacionário que oferecia.

O conjunto de medidas fiscais expansionistas tomados pelo governo neste período não reproduziu um custo elevado em termos de resultado primário, que saiu de 2,5% do PIB

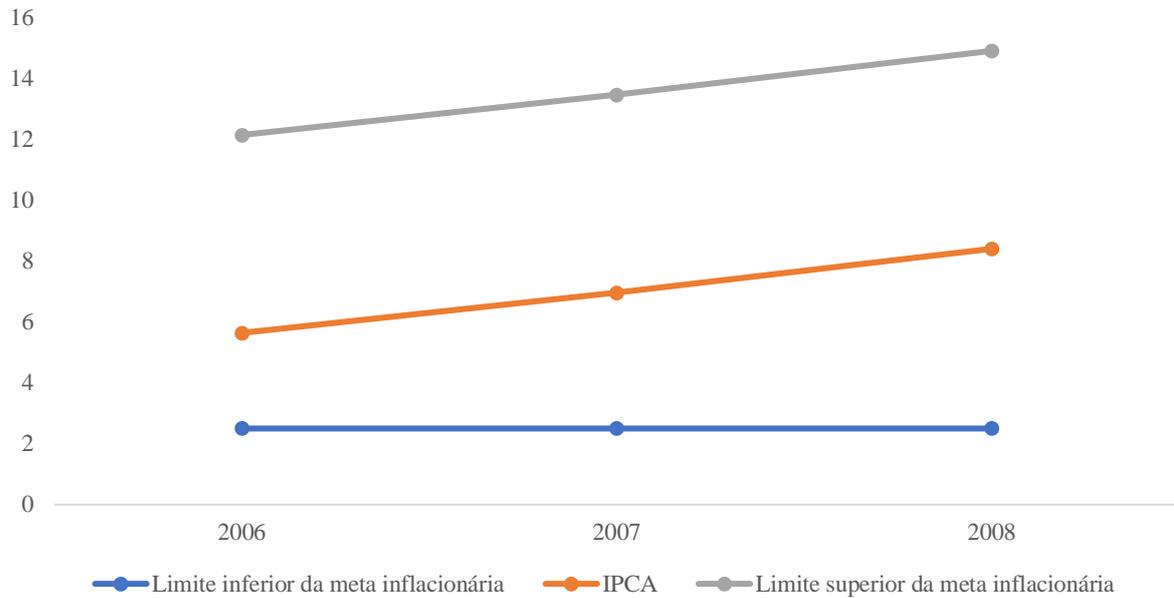
verificado entre 2003 e 2005 para 2,3% no espaço entre 2006 e 2008, podendo ser atribuído a um gasto público financiado pelo próprio crescimento impulsionado à época.

Já a queda dos preços agrícolas e a taxa de câmbio valorizada contribuem com a melhora do índice inflacionário durante este triênio de crescimento. A retração da atividade econômica em 2005 e a redução no índice geral de preços dos alimentos em 2006 criam um cenário favorável à estabilidade da inflação que se estende até o ano de 2007, quando o cenário muda. Experimentando os efeitos de um choque de oferta, os últimos meses do ano de 2007 foram marcados por uma redução na quantidade de alimentos não comerciáveis (voltados ao mercado interno, conforme visto anteriormente) e consequente aumento dos preços. O índice inflacionário foi afetado por este cenário, embora não de maneira tão significativa, e acaba por gerar inseguranças em relação à meta inflacionária do ano seguinte.

Conforme Silva (2017), no ano da crise dos subprimes, a inflação assumiu trajetória crescente e fechou o ano de 2008 quase alcançando o limite superior da meta inflacionária de 6,5%. Experimentando o impacto da crise internacional, a autoridade monetária implantou sucessivos aumentos da taxa de juros, que encerrou o ano em 13,75%, a fim de evitar uma evasão de capitais muito grande, o que criaria condições para uma depreciação da moeda doméstica e seus consequentes impactos na inflação.

O triênio compreendido entre 2006 e 2008 representou um período de altos e baixos inflacionários, com o Banco Central sempre atuando a partir das variações na taxa Selic. Houve uma queda mais significativa da taxa de juros ainda em 2005, a fim de minimizar os efeitos adversos da política monetária restritiva. Nos anos seguintes, a autoridade monetária assume um modo de agir mais cauteloso com relação à atuação da política monetária, concentrando os esforços nos momentos em que a inflação mostrava comportamento divergente da meta estipulada, embora ainda se encontrasse dentro dos limites, como no ano de 2008 (gráfico 4).

Gráfico 4 – Comportamento do IPCA em relação ao intervalo de tolerância



Fonte: Elaboração própria com dados coletados do IPEADATA e BCB (2023).

Concluindo este capítulo, é notável que o período tratado nele passa por diferentes contextos. Após o plano real, mesmo com o alívio inflacionário, o país ainda precisa lidar com os problemas fiscais e os efeitos das crises externas. O início da flutuação da taxa de câmbio encerra a utilização da âncora cambial, iniciando o Regime de Metas de Inflação. A partir disso, as ações da autoridade monetária passam a ter maior efeito.

O estudo descritivo realizado neste capítulo servirá como base para as análises do próximo, dando forma aos conceitos abordados anteriormente e criando condições para novas conclusões.

4 AVALIAÇÃO DA EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA

A década de 1990, ou, mais precisamente, os anos de governo do presidente Fernando Henrique Cardoso (1995 – 2002), entraram para a história brasileira como um período marcado por mudanças significativas. Os anos 1980, conhecidos como uma “década perdida”, traziam à tona uma necessidade de romper com o passado, permeado por agendas econômicas que não cumpriram os objetivos de conter a inflação e promover o crescimento econômico do país. Desta forma, Júnior (2013) evidencia o sucesso do Plano Real, realizado no Governo Itamar Franco, por meio do contraste entre o resultado inflacionário em 1993, ano de lançamento do plano econômico, e os números dos anos seguintes (Tabela 3). É necessário também considerar que os anos anteriores serviram, de certa forma, para embasar as novas ações tomadas no governo FHC. Entendendo a existência da inflação inercial no caso brasileiro, conceito que surge principalmente no início dos anos 1980, temos os planos de estabilização ocorridos até o início da década de 1990 que, apesar dos fracassos, servem como inspiração para o Plano Real e seu êxito.

Tabela 3 – IPCA (taxa de variação em relação ao mês de dezembro do ano anterior) entre 1993 e 1996

Ano	IPCA
1993	2.477,15
1994	916,46
1995	22,41
1996	9,56

Fonte: Elaboração própria com dados coletados do IPEADATA (2023)

O período entre 1999 e 2008 foi marcado pela utilização de diferentes políticas econômicas e por variações no índice inflacionário, de acordo com o cenário externo e o próprio desempenho nacional. Assim, é importante expor uma avaliação a respeito da política monetária do período, a partir dos dados e da atuação dos instrumentos de controle da inflação, para que possa ser verificado se ela foi ou não eficaz no controle inflacionário. Nesta análise serão utilizados alguns conceitos abordados no capítulo 2, que servirão para melhor entendimento da sistemática envolvendo a política econômica e sua relação com o índice inflacionário. Enquanto o capítulo 3 recapitulou os principais fatos econômicos do período pós Plano Real, bem como o comportamento das variáveis enfatizadas neste trabalho, principalmente a taxa básica de juros e o comportamento do índice de preços, agora será feita

uma maior interpretação deste intervalo de tempo, utilizando dados e informações pertinentes, para verificar se houve de fato controle da inflação nos anos entre 1999 e 2008.

4.1 1999 a 2002

Conforme o espaço de tempo em análise, a partir de 1999 temos as prioridades lançadas pelo tripé macroeconômico, nos âmbitos das políticas econômicas a serem utilizadas para se chegar ao superávit primário, regime de metas de inflação e taxa de câmbio flutuante.

Embora o trabalho tenha um enfoque maior na política monetária, é importante situar também os outros regimes econômicos e suas principais ações no período analisado, levando em consideração a tríplice mudança que é instaurada no ano de 1999.

Enquanto o primeiro mandato do presidente FHC, compreendido entre 1995 e 1998, foi marcado pela deterioração das finanças públicas, o segundo período de governo apresentou melhora no quadro fiscal. O resultado ruim do primeiro mandato pode ser creditado ao fraco avanço das mudanças estruturais, como as reformas propostas, assim como o déficit primário piorou em meio às crises internacionais. Já o segundo mandato inicia uma maior preocupação em relação ao resultado primário, em meio à retomada da confiança após a desvalorização cambial de 1999 (Oliveira e Turolla, 2003).

Couto e Pereira (2015) afirmam que o resultado primário a partir de 1999 apresentou melhora em relação aos anos anteriores. Comparando com o superávit primário de 0,51% do PIB obtido em 1998, o ano seguinte apresentou um resultado primário em 2,13% do PIB (tabela 4). Os anos seguintes seguiram esta tendência, levando em conta o acordo de ajuda externa fechado com o FMI em 1998, no qual o órgão exigia metas de superávit primário do setor público brasileiro.

Tabela 4 – Superávit primário e juros nominais entre 1999 e 2002

Ano	Resultado Primário (% do PIB)	Juros Nominais (% do PIB)
1999	2,13	4,60
2000	1,73	3,85
2001	1,69	3,63
2002	2,16	2,84

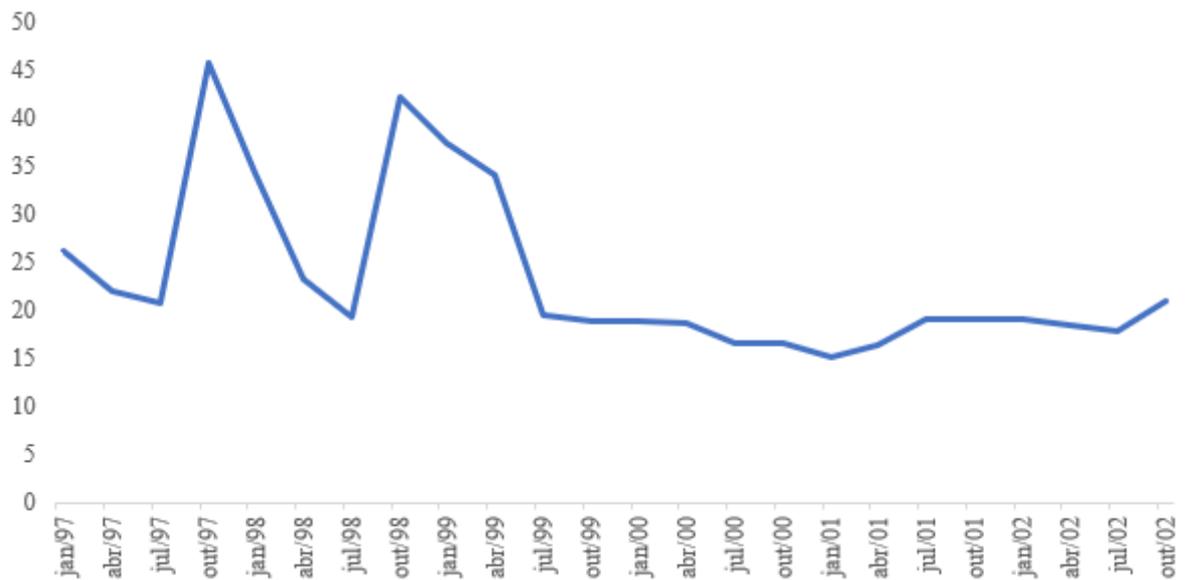
Fonte: Couto e Pereira (2015)

Um dos fatores que explicam a queda do montante de juros nominais neste período trata-se da desaceleração na trajetória de crescimento da dívida pública mobiliária federal

interna (DPMFi), em comparação ao período entre 1994 e 1998. O outro motivo foi a redução apresentada pela taxa Selic desde 1999. A taxa básica de juros apresentou uma média anual de 20,1% entre 1999 até 2002, em oposição ao período entre 1995 e 1998, com uma taxa de juros nominal em 35,1% ao ano (Couto e Pereira, 2015).

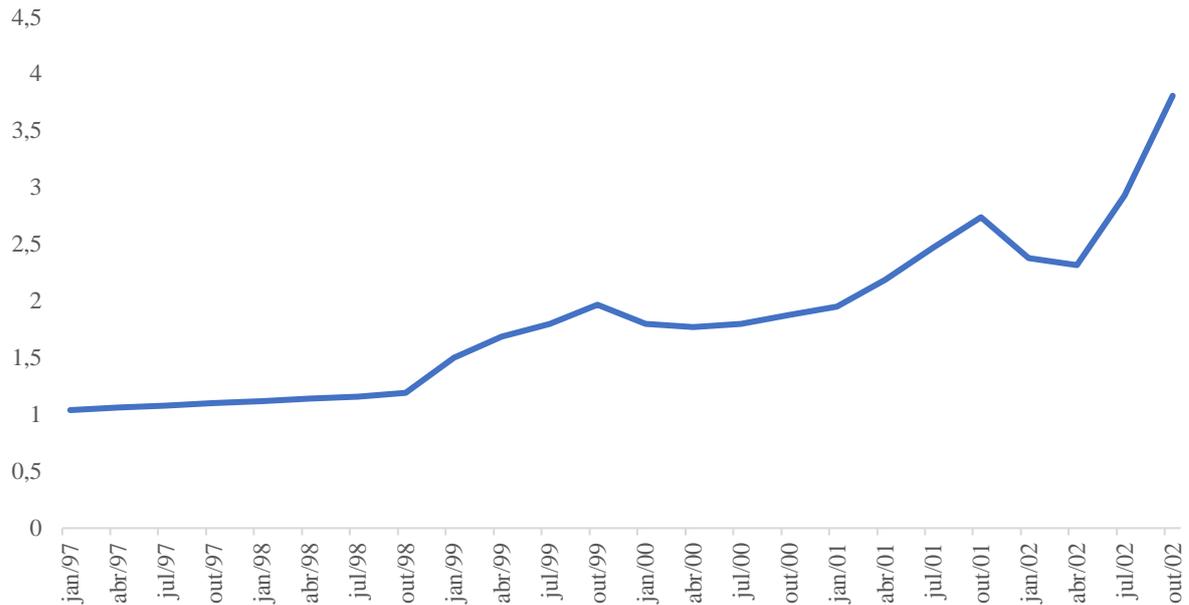
Oliveira e Turolla (2003) evidenciam que a taxa de juros se reduziu e se tornou menos volátil após a adoção do tripé macroeconômico, em comparação aos anos anteriores (gráfico 5). Em contrapartida, temos uma taxa de câmbio muito mais volátil (gráfico 6), já que a nova flutuação cambial está suscetível aos choques externos.

Gráfico 5 – Taxa básica de juros entre 1997 e 2002



Fonte: Elaboração própria com dados coletados do Banco Central (2023).

Gráfico 6 - Taxa de câmbio nominal R\$/US\$ comercial (valor de venda)



Fonte: Elaboração própria com dados coletados do IPEADATA (2023).

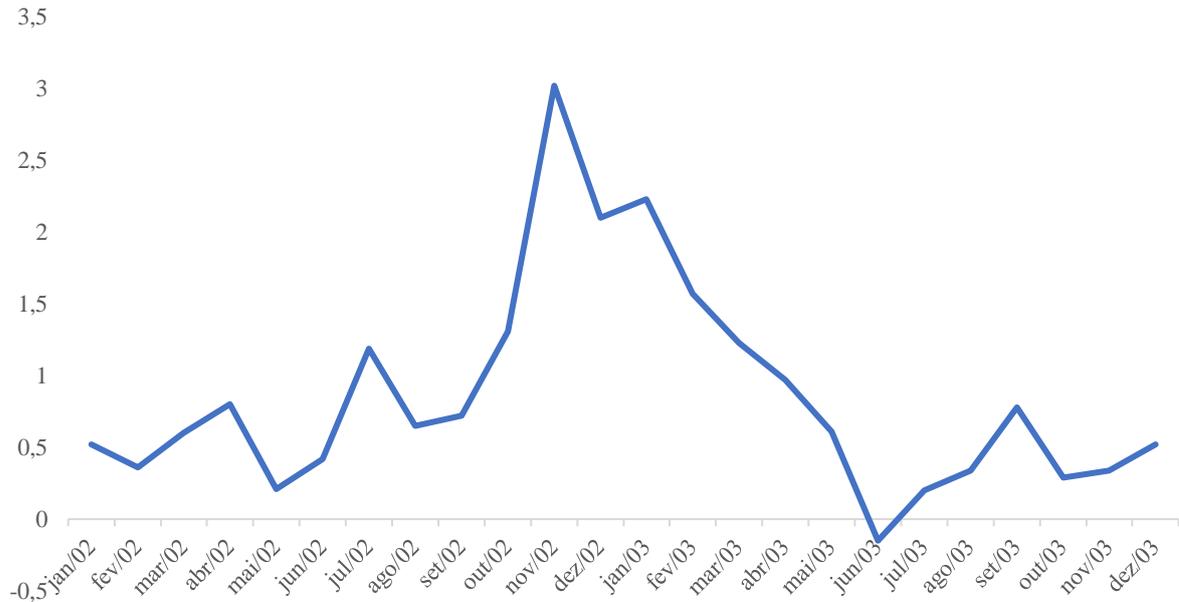
Bresser-Pereira e Gomes (2007) afirmam que ao aumentar a taxa de juros em 2001, levando em conta que ela estava em queda desde 1999, a vulnerabilidade externa brasileira estava de certa forma sendo amplificada. Em meio aos choques externos, a política monetária contracionista não foi tão efetiva no controle dos preços. Os autores ainda destacam que, neste caso, a inflação não foi resultado de um excesso de demanda, mas sim do repasse da taxa de câmbio para os preços.

A crise de confiança em 2002 influenciou fortemente os indicadores econômicos. Além do risco-país ter disparado até o mês de outubro daquele ano, a taxa de câmbio passou de R\$/2,32US\$ em março para R\$/3,89US\$ em setembro, última dia útil anterior às eleições. Porém, um dos cenários mais críticos foi em relação às expectativas de inflação, que chegaram a 11% no mês de novembro. Frente a isso, o Banco Central, ainda comandado pela equipe do governo FHC, eleva a taxa básica de juros para 25% (GIAMBIAGI, 2011). Assim como no ano anterior, neste caso o instrumento monetário de aumento da taxa de juros tem impacto pouco expressivo, levando em conta o período de desconfiança latente em relação à política econômica que seria adotada a partir do ano que se aproximava.

A respeito das medidas consideradas drásticas que foram tomadas no início do governo Lula, Paulani (2003) afirma que a justificativa estava na própria inflação, que naquele momento não experimentava estabilidade. Desde a elevação dos juros até o aumento do compulsório dos bancos, as medidas foram tomadas após um diagnóstico de inflação de

demanda, onde a retração do consumo se mostrava necessária. Em contrapartida, a autora cita a depreciação cambial ocorrida durante o processo eleitoral, responsável por um dos choques experimentados pelo índice de preços, e que perdura entre junho e setembro de 2002 (gráfico 7).

Gráfico 7 – IPCA mensal entre 2002 e 2003



Fonte: Elaboração própria com dados coletados do IBGE (2023).

4.2 2003 a 2008

Cintra (2005) enfatiza a depreciação cambial e o choque de oferta como os fatores que criam condições à aceleração da inflação, principalmente em 2002 e 2003. Já em 2004, mesmo com a retomada do crescimento e valorização das *commodities* agrícolas e industriais, a taxa de inflação alcançou o teto do intervalo de tolerância, correspondente a dois pontos acima da meta (tabela 5).

Levando em conta a estrutura de preços, é conclusivo que a depreciação cambial e os choques de oferta impactem o nível de preços. Os bens comercializáveis, presentes na pauta exportadora, recebem os efeitos do aumento dos preços internacionais. Os produtores de *commodities*, por exemplo, ajustaram os preços praticados no mercado interno de acordo com a paridade cambial. Da mesma forma, os preços administrados, corrigidos geralmente conforme algum índice de preços, não se mostram sensíveis às variações da taxa de juros. Em

contrapartida, os bens não-comercializáveis (destinados ao mercado interno) respondem à taxa de juros, como nos ajustes em relação à demanda agregada.

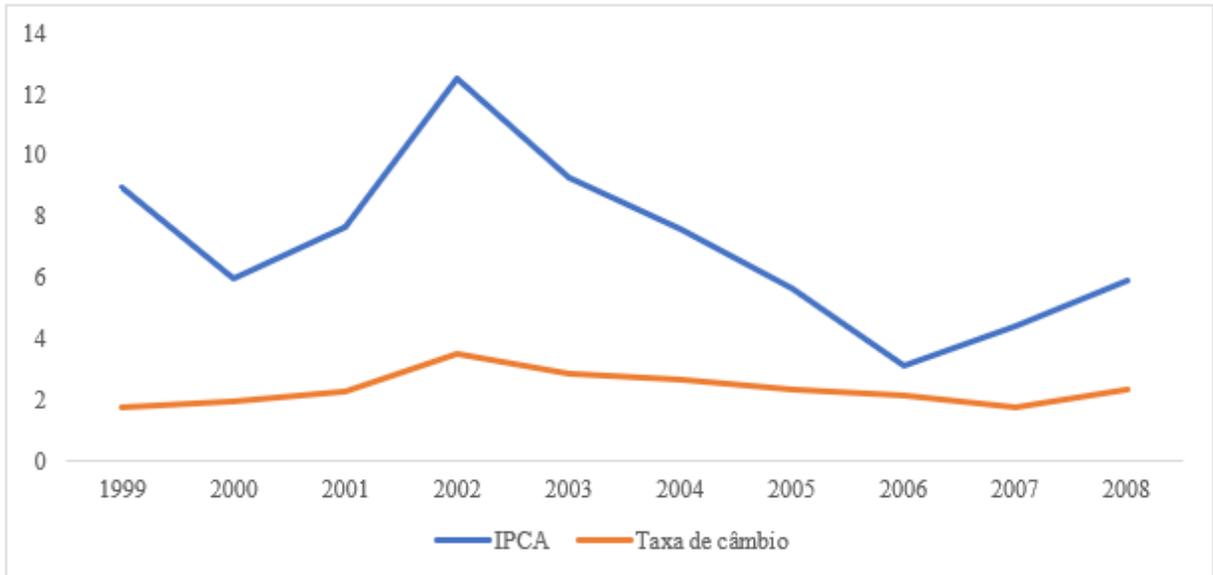
Tabela 5 - Taxa Selic, IPCA e Intervalo de tolerância das metas de inflação entre 1999 e 2008

Ano	Taxa Selic	IPCA	Meta de inflação	Intervalo de tolerância inflação
1999	19	8,94	8	6 - 10
2000	15,76	5,97	6	4 - 8
2001	19,05	7,67	4	2 - 6
2002	24,90	12,53	3,5	1,5 – 5,5
2003	16,32	9,3	4	2 - 6
2004	17,74	7,6	5,5	3,5 – 7,5
2005	18	5,69	4,5	2,5 – 6,5
2006	13,19	3,14	4,5	2,5 – 6,5
2007	11,18	4,46	4,5	2,5 – 6,5
2008	13,66	5,9	4,5	2,5 – 6,5

Fonte: Elaboração própria com dados coletados do BCB e IBGE (2023)

A depreciação da taxa de câmbio contribuiu para que a inflação dos primeiros meses de 2003 chegasse a um patamar mais elevado, em relação ao mesmo período do ano anterior (gráfico 8). Porém, ao longo dos anos de governo Lula, houve uma valorização substancial na taxa de câmbio. Giambiagi (2011) cita o considerável aumento das reservas após 2003 como um dos fatores em comum à apreciação da moeda doméstica, cenário que muda apenas em 2008 com os efeitos da crise internacional. O crescimento econômico mundial acaba por minimizar os problemas que poderiam ser causados pela valorização cambial, já que os recursos abundantes no mercado mundial e os aumentos dos preços internacionais das commodities compensam os prejuízos à balança comercial e efeitos negativos sobre as exportações.

Gráfico 8 – Taxa de câmbio e IPCA entre 1999 e 2008

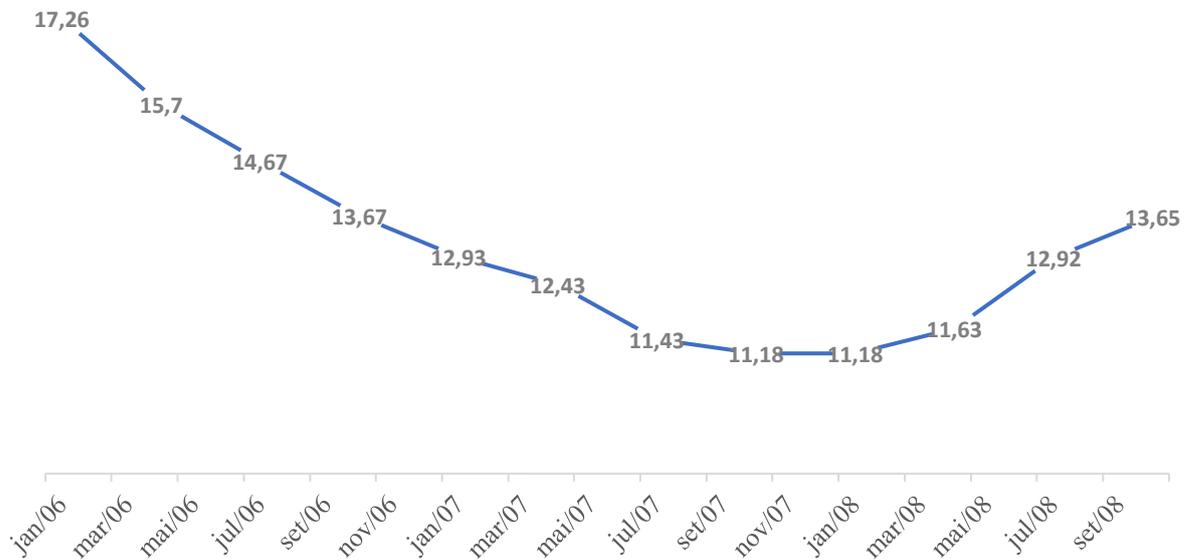


Fonte: Elaboração própria com dados coletados do BCB e IBGE (2023)

Curado (2011) evidencia que, junto a uma melhor distribuição de renda, o governo Lula também foi caracterizado por um cenário de estabilidade de preços. Apenas no ano de 2003 houve uma taxa de inflação acima da meta estipulada pelo Conselho Monetário Nacional, tendo os anos seguintes registrado um IPCA dentro do intervalo de tolerância, com a inflação de 2006 e 2007 permanecendo abaixo da meta.

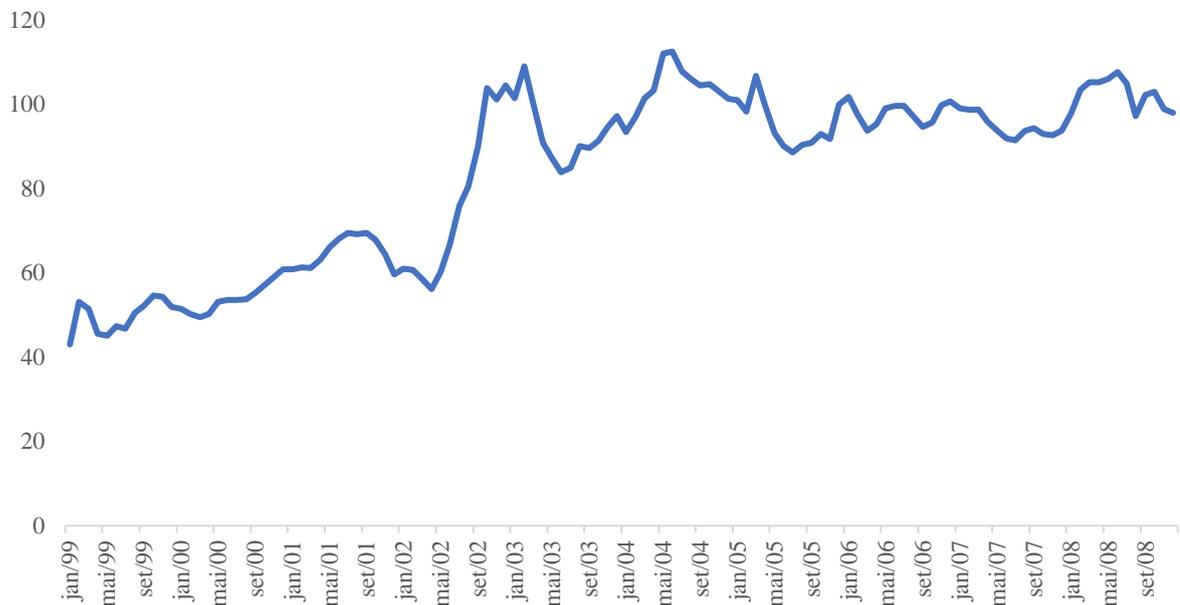
Conforme Araújo e Gentil (2011), o Banco Central iniciou em abril de 2008 uma nova alta da taxa Selic (gráfico 9). A atitude foi tomada levando em conta a alta dos preços das commodities agrícolas (gráfico 10), que poderia por sua vez pressionar o índice de preços. No ano seguinte houve redução da taxa de juros, mas o Brasil afrouxou a política monetária no cenário de crise em ritmo mais lento que os outros países. De qualquer maneira, em 2009 a taxa Selic saiu do patamar de 13,75 % a.a no mês de janeiro para 8,75% em julho. Em linhas gerais, o governo brasileiro prepara uma resposta à crise que se mostrou contínua e efetiva para a recuperação econômica no ano de 2009.

Gráfico 9 – Taxa Selic entre 2006 e 2008



Fonte: Elaboração própria com dados coletados do BCB (2023)

Gráfico 10 – Índice de commodities (média mensal ponderada dos preços)



Fonte: Elaboração própria com dados coletados do BCB (2023)

Por fim, cabe incluir nesta avaliação algumas opiniões a respeito da taxa de juros brasileira. Até o momento analisamos sua eficácia como instrumento monetário de controle

do índice inflacionário, mas vale comentar brevemente sobre seus efeitos em outras variáveis econômicas.

Moreira (2006) comenta sobre alguns pontos relacionados às elevadas taxas de juros reais praticadas ao longo da trajetória brasileira. Como já visto anteriormente, o Banco Central possui poder de determinação apenas da taxa de juros de curto prazo, ou taxa Selic, cujo comportamento afeta as outras taxas de juros praticadas na economia e que, por sua vez, são norteadoras das oscilações no nível de consumo e investimentos. O autor enfatiza que, desde a implantação do Plano Real, considerando análise até o ano de 2006, a taxa de juros Selic real não esteve em nenhum momento abaixo do patamar de 9%. Isso pode ser visto em partes no trabalho de D’Agostini e Dezordi (2007), que utilizando os valores médios da taxa de juros nominal anual e o IPCA anual acumulado, estimam que no período após a adoção do RMI até o ano de 2006, a taxa de juros real fica em torno de 9,97% a.a. Fazendo o comparativo entre os governos FHC e Lula, o primeiro apresenta a taxa real de juros em um patamar um pouco mais elevado, considerando a análise feita a partir do seu segundo mandato (tabela 6). Remetendo ainda à regra de Taylor, os dados mostram que o aumento da taxa real de juros, com o objetivo de conter a inflação, também afeta o nível do produto potencial médio em ambos os governos.

Tabela 6 – Taxa de juros, Produto Potencial e Inflação (1999-2006)

Período de Metas de Inflação	Jun/99 dez/06	a Período FHC 99/02	Período Lula/3 jun
Média da Taxa nominal de Juros	18,43%	18,34%	18,49%
Média da taxa real de juros	9,97%	10,33%	9,65%
Inflação anual média acumulada (IPCA)	7,72%	7,27%	8,12%
Inflação Acumulada (IPCA)	74,01%	34,82%	29,07%
Inflação do ultimo mês (IPCA)	0,31%	2,10%	0,31%
Estimativa Média - Crescimento do PIB Potencial	3,64%	3,91%	3,39%

Fonte: D’Agostini e Dezordi (2007)

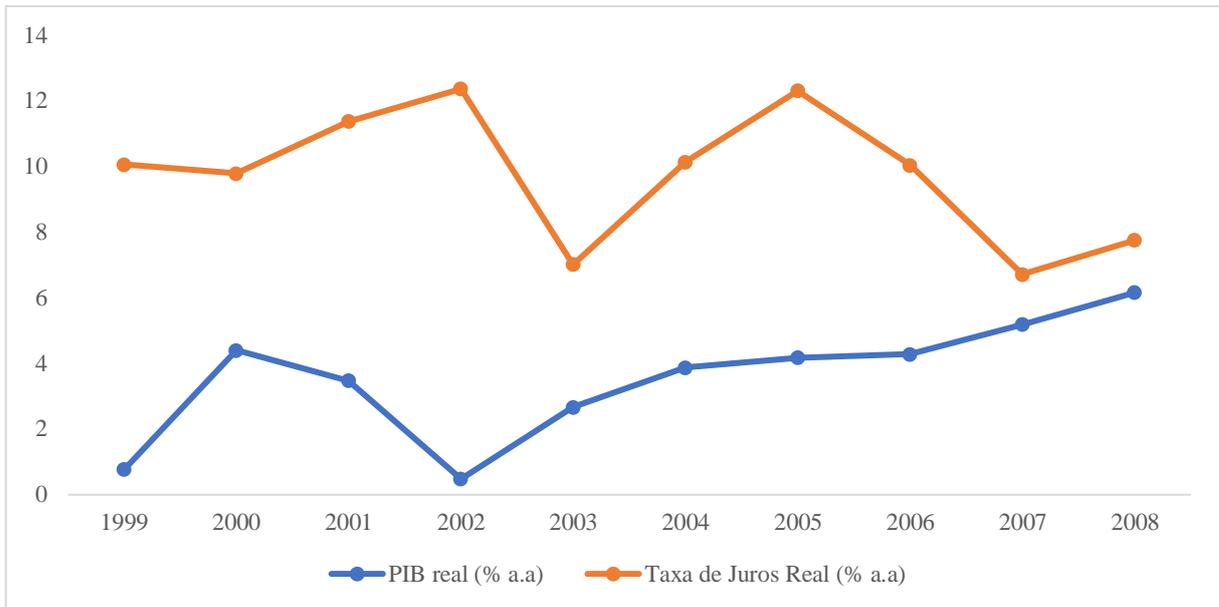
Ao verificarmos as condições estruturais, Moreira (2006) elenca alguns fatores que prejudicam a transmissão da política monetária e, desta forma, justificam uma taxa básica de juros mais elevada. O menor volume de intermediações financeiras que ocorrem no Brasil serve como um dos exemplos, já que a demanda por crédito seria uma das variáveis a sofrer influência de um eventual aumento dos juros. Neste sentido, um segundo fator seria o crédito administrado, como alguns tipos de crédito agrícola, que não sofrem pressão por parte das oscilações na taxa Selic. Outra condição elencada seria o chamado “risco jurisdicional”, que

estaria presente no país na forma de ações institucionais e jurídicas que mais favorecem os devedores, criando espaço para taxas de juros mais altas.

Modenesi (2010) enfatiza que as altas taxas de juros praticadas no Brasil são destoantes inclusive de outros países latino-americanos. Mesmo neste cenário, a inflação permanece alta em alguns momentos, por vezes superior ao intervalo de tolerância da meta estipulada, como nos anos 2001, 2002 e 2003. A partir desta observação, o autor evidencia os efeitos negativos do aumento da taxa Selic sobre a atividade econômica, creditando aos juros nominais altos o desempenho por vezes fraco da economia brasileira, com o PIB real crescendo abaixo de 6% entre 1995 e 2008. A crítica ao RMI é feita, portanto, ao defender a tese de que a redução da inflação ocorre em uma proporção menor comparada à retração da atividade econômica. Desta forma, levanta-se a hipótese de uma falha na transmissão da política monetária rígida, na forma de redução da demanda agregada a partir dos juros elevados.

É interessante, após este contraponto, analisar-se também o comportamento do PIB ao longo dos anos considerados. Conforme o gráfico 11, é perceptível que em alguns momentos há uma relação inversa entre a atividade econômica e a taxa básica de juros da economia. Principalmente entre 1999 e 2003, nos momentos em que a autoridade monetária opta por aumentar a taxa Selic, verifica-se uma queda do PIB real. A partir de 2003 este cenário se torna menos frequente, com um crescimento constante do PIB ao longo dos anos, mesmo nos momentos de maior taxa de juros. Curado (2011) explica que, entre 2003 e 2008, o superávit primário permaneceu entre 2% e 4% do PIB, reduzindo apenas no final de 2008 com a política fiscal expansionista resultante do cenário de crise. Barbosa e Souza (2010) enfatizam a melhora nas contas públicas e a menor vulnerabilidade externa experimentada pelo Brasil, assim como as medidas de transferência de renda o maior investimento público, variáveis que ajudam a proporcionar este crescimento verificado.

Gráfico 11 – PIB real e Taxa de Juros Real entre 1999 e 2008



Fonte: Elaboração própria com dados coletados do IPEADATA e BCB (2023).

Dentre as análises a respeito da forma de ação da política monetária, é notável a importância dada à taxa de juros, vista em boa parte da bibliografia utilizada neste trabalho como a variável determinante do nível geral de preços. Entretanto, é possível concluir que as medidas tomadas pela autoridade monetária nem sempre foram eficazes no controle da inflação, considerando o período entre os anos 1999 e 2008.

O ano de inauguração do Regime de Metas de Inflação, 1999, foi marcado por um índice de preços controlado, associado ao superávit primário. Já em 2001, os choques externos deram sinais também pela inflação, que chega a um patamar acima do intervalo superior da meta. O controle monetário de 2001 não se mostrou eficiente neste sentido, já que em 2002, em meio à crise de incerteza pré-eleições, o cenário de aumento generalizado nos preços se aprofundou. O ano de 2003 é o último, dentro do período analisado, que apresenta a inflação acima da meta, já que em 2004 o cenário é revertido e a taxa Selic volta a permanecer em patamares mais controlados, comparado aos anos anteriores.

Desta forma, é possível concluir que as mudanças trazidas pela adoção do tripé macroeconômico foram significativas, como em relação às metas inflacionárias, mas em determinados momentos o mecanismo de transmissão da política monetária não se mostrou suficiente para o cumprimento de tais metas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O principal objetivo deste trabalho consistiu em averiguar a atuação da Política Monetária, ao longo do período entre 1999 e 2008, e os resultados inflacionários conforme as ações da autoridade monetária brasileira. O início do estudo passa pela parte de revisão da literatura em relação aos conceitos teóricos pertinentes ao trabalho, enquanto o capítulo seguinte realiza um apanhado geral da conjuntura econômica e gera o encaminhamento ao capítulo 4, onde são feitas as análises em relação à política econômica e aos resultados do período.

As definições iniciais do trabalho, como os diferentes tipos de inflação e o controle da oferta de moeda, ajudam na verificação das ações da autoridade monetária. A utilização da taxa de juros nominal de curto prazo acaba se mostrando como o principal instrumento da política monetária usualmente adotado no Brasil, principalmente como forma de controle da inflação de demanda, com os efeitos sobre as decisões de investimento e consumo.

Remetendo também ao capítulo conceitual, a inflação inercial é definida a partir do mecanismo de indexação e responsável pelo aumento contínuo no nível de preços. O Plano Real, abordado junto ao apanhado histórico, surge como a tentativa definitiva de promover a desindexação da economia. Surge também neste contexto a implantação da âncora cambial como base da política de estabilidade de preços, mas que não sobrevive às crises externas ocorridas entre 1997 e 1998, criando as condições para a flutuação cambial ocorrida em 1999, que por sua vez serve como ponto inicial do novo regime econômico implantado no mesmo ano. O tripé macroeconômico, que instaura o novo regime, delimita as bases econômicas através de seus três princípios: metas de inflação, câmbio flutuante e metas de superávit.

O Regime de Metas de Inflação também é tratado primeiro por sua ótica mais teórica, exemplificando como ocorre a tomada de decisão da autoridade monetária e sua importância no controle inflacionário. Em seguida, no capítulo seguinte, a sua adoção no caso brasileiro começa a ser abordada.

Após o alívio inflacionário verificado no período seguinte ao Plano Real, o ano de 1999 e a adoção do Regime de Metas de Inflação inicia um período favorável ao controle da inflação, sinalizando que a partir deste momento há um compromisso ainda maior com a estabilidade de preços e dando ênfase à taxa básica de juros da economia como mecanismo de política monetária. Com base nas séries de dados e resultados do período, é possível afirmar que a adoção da matriz econômica, a partir do tripé macroeconômico, inicia um período de crescimento, interrompido pelos choques que passam por 2001 e 2002.

Ao avaliarmos a trajetória inflacionária brasileira em contraste com a taxa de juros que acompanha o período, concluímos que a política monetária, principalmente através da taxa de juros, atuou positivamente no controle da inflação a partir de 1999. No ano de 2001, o cenário externo prejudicou a economia brasileira, inaugurando um IPCA fora do intervalo de tolerância. Já o ano de 2002 foi marcado pela alta incerteza em relação à vitória de Lula, momento em que o risco-país, taxa de câmbio e expectativas de inflação para o ano seguinte mostram a crise de confiança instaurada. Desta forma, o aumento expressivo da taxa de juros não foi capaz de gerar os efeitos práticos desejados e frear o índice de preços.

A posse de Lula e as atitudes ortodoxas do governo, representando uma condução da política econômica em conformidade com a gestão anterior, geram maior otimismo em relação ao novo governo e o compromisso com uma política fiscal responsável. Desta forma, no segundo semestre de 2003 a inflação apresenta uma queda mais acentuada e o governo decide por iniciar uma trajetória decrescente da taxa de juros.

Nos anos seguintes a este período mais crítico, a taxa de juros e o regime de metas de inflação voltaram a se mostrar eficazes, com a taxa de inflação permanecendo dentro das metas estipuladas, mesmo que por vezes com resultado muito próximo ao teto de tolerância, como no ano de 2004.

O segundo mandato do presidente Lula apresenta uma política econômica mais desenvolvimentista, com teor diferente do primeiro mandato. O crescimento econômico se faz presente ao longo dos anos, assim como a taxa de inflação permanece abaixo da meta, acompanhada inclusive de reduções na taxa de juros em 2006 e 2007. No ano de 2008, com a possível aceleração inflacionária em decorrência dos choques de oferta, em meio ao aumento do preço das commodities, é iniciada nova alta da taxa de juros, que por sua vez é interrompida somente no ano seguinte em meio aos efeitos da crise internacional.

Em linhas gerais, a política monetária mostra seu compromisso com o controle inflacionário de forma mais clara e efetiva a partir da implantação das metas de inflação. Porém, em alguns momentos sua atuação não foi tão eficiente na contenção do nível de preços, com o cenário afetado por fatores adversos, que por sua vez demandavam uma atuação ainda mais intensa da autoridade monetária. Dentro do período analisado, quando o país passava por momentos de relativa estabilidade econômica, com ausência de choques externos e políticas domésticas eficazes, o comportamento da inflação também se apresentou estável, com a política monetária por vezes conduzida de forma menos contracionista.

REFERÊNCIAS

- ARAUJO, V. L. de; GENTIL, D. L. Avanços, recuos, acertos e erros: uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional. **Texto para discussão**. Rio de Janeiro, 2011. Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1690/1/td_1602.pdf. Acesso em: 05 mar. 2023.
- AVERBUG, A; GIAMBIAGI, F. **A crise brasileira de 1998/1999**: origens e consequências. Rio de Janeiro, 2000. (Texto para Discussão, nº 77).
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Carta Aberta (16 de janeiro de 2002)**. Brasília, 2002. Disponível em: <https://static.poder360.com.br/2022/01/carta-inflacao-2001-bc-2jan2022.pdf>. Acesso em: 20 ago. 2023.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Comitê de Política Monetária (Copom)**. Brasília, 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/copom>. Acesso em: 25 fev. 2023.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das metas para a inflação**. Brasília, 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicometas>. Acesso em: 31 jan. 2023.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório anual 2000**. Brasília, 2000. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2000/rel2000cap1p.pdf>. Acesso em: 31 jan. 2023.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries temporais (SGS)**. Brasília, 2023. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 31 jan. 2023.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxas de juros básicas - Histórico**. Brasília, 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em: 15 jan. 2023.
- BARBOSA, N.; SOUZA, J. A. P. de. A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. *In*: SADER, E.; GARCIA, M. A. **Brasil entre o passado e o futuro**. São Paulo: Fundação Perseu Abramo; Boitempo, 2010.
- BATISTA JR., P. N. Vulnerabilidade externa da economia brasileira. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 16, n. 45, ago. 2002. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0103-40142002000200011>. Acesso em: 18 jan. 2023.
- BELIEIRO JÚNIOR, J. C. M. (2013). Notas de Análise Sobre a Era FHC (1994-2002). **Revista Tópos**, v.1, n.1, p. 111–122. Disponível em: <https://revista.fct.unesp.br/index.php/topos/article/view/2191>. Acesso em: 9 jul. 2023.
- BLANCHARD, O. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011.
- BRESSER-PEREIRA, L.C; GOMES, C. O regime de metas de inflação no Brasil e a armadilha da taxa de juros/taxa de câmbio. Disponível em: https://www.bresserpereira.org.br/papers/2007/07.04.Metas_Inflacao-Cleomar-livro.Mar.22.pdf. Acesso em: 07 jan. 2023.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Da inflação à hiperinflação: uma abordagem estruturalista. *In:* REGO, J. M. (org.). **Inflação e hiperinflação**: interpretações e retórica. São Paulo: Bial, 1990. p. 7-28.

CAMPEDELLI, A. L. O Regime de Metas de Inflação: Uma Crítica a Partir da Visão Heterodoxa. **Revista Economia Ensaios**, Uberlândia (MG), v. 30, p. 95-112, 2015.

CARRARA, A. F; CORREA, A. L. O Regime de Metas de Inflação no Brasil: Uma Análise Empírica do IPCA. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 3, p. 441-462, 2012. Disponível em:

<https://www.scielo.br/j/rec/a/QGwppNL8SgXxgHBRFBgnPvm/?format=pdf&lang=pt>.

Acesso em: 24 fev. 2023.

CARVALHO, F. J. C. de. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 4, p. 323-336, 2005. Disponível em:

<https://www.scielo.br/j/rep/a/6NdCTQyQ8Lk9tQsCkMsQ3zg/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 31 jan. 2023.

CINTRA, M.A.M. Suave fracasso: a política macroeconômica brasileira entre 1999 e 2005. *Novos estudos - CEBRAP*, v. 73, nov. 2005. Disponível em:

<https://www.scielo.br/j/nec/a/kyYxJxvcRWWYRbWVzbbbhJ/abstract/?lang=pt>. Acesso em: 04 mar. 2023.

CÔRTE, C.C.L; SOUZA, L. R. Políticas econômicas incrementais: o caso do tripé macroeconômico na Argentina, Bolívia, Brasil e México. **Revista de Economia**, v.41, n.74, p. 23-50, 2020. Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/economia/article/view/66735/40242>.

Acesso em: 08 mar. 2023.

COUTO, J. M; PEREIRA, B. F. Superávit primário e déficit nominal: as contas do governo central brasileiro (1995-2012). **A Economia em Revista**, Maringá, v. 23, n. 2, 2015.

CURADO, M. Uma avaliação da economia brasileira no Governo Lula. **Economia & Tecnologia**, Paraná, v. 7, 2011. Disponível em:

<http://www.economiaetecnologia.ufpr.br/revista/Especial%20Capa/Marcelo%20Curado.pdf>.

Acesso em: 05 mar. 2023.

D'AGOSTINI, L; DEZORDI, L. L. Regra de Taylor e a conduta de Política Monetária no Brasil (1999 – 2006): a lição para 2007. **Economia & Tecnologia**, Paraná, v. 9, 2007.

Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/ret/article/view/29406/19143>. Acesso em: 17 ago. 2023.

FLIGENSPAN, F. B. Uma visão global da economia brasileira durante a vigência do Plano Real: avanços, impasses e um cenário de crescimento com exclusão. **Revista Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 26, n. 1, 1998.

FLIGENSPAN, F. B. **Plano Real**: da estabilidade à necessidade de crescer. 2ª versão. Porto Alegre, UFRGS, 2011 (mimeo).

FRANCO, G. H. B. Auge e Declínio do Inflacionismo no Brasil. **Texto para discussão**, PUC – Rio, n. 487, 2004.

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

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. IPCA. Séries históricas. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo?=&t=series-historicas>. Acesso em: 18 fev. 2023.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA – Ipeadata. IPCA. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=38391>. Acesso em: 18 fev. 2023.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA – Ipeadata. Taxa de câmbio nominal. Disponível em: <http://ipeadata.gov.br/exibeserie.aspx?serid=38389>. Acesso em 25 fev. 2023.

LIMA, L. G; FONSECA, P. C. D. Interpretações da política econômica nos governos Lula e Rousseff. **Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 39, n. 79, p. 251-275, 2021.

LOPES, J. C; ROSSETTI, J. P. **Economia monetária**. São Paulo: Atlas, 1998.

LOPES, L. M; VASCONCELLOS, M. A. S. **Manual de macroeconomia básico e intermediário**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

LOPREATO, F. L. C. **Aspectos da Atuação Estatal de FHC a Dilma**: Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro. São Paulo: IPEA, 2015.

LUQUE, C.A.; VASCONCELLOS, M. A. S de. Considerações sobre o problema da inflação. *In*: PINHO, D. B. *et al.* **Manual de economia dos professores da USP**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1996.

MANKIWI, N. G. **Macroeconomia**. 8. ed. [S.l.]: LTC, 2014.

MODENESI, A. de M. Política Monetária no Brasil pós Plano Real (1995-2008): um breve retrospecto. **Economia & Tecnologia**, Paraná, v. 06, n.21. 2010. Disponível em: <https://revistas.ufpr.br/ret/article/view/26987>. Acesso em: 28 fev. 2023.

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

MOREIRA, E. M. O Regime de Metas de Inflação, a taxa de juros e a relação dívida pública/PIB. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 34, n. 2, p. 13-20, 2006.

NETO, A. F. Dez anos de metas para a inflação. *In*: SEMINÁRIO ANUAL DE METAS DE INFLAÇÃO, 11., 2009, Rio de Janeiro. **Anais [...]**. Rio de Janeiro, 2009. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/Pec/Depep/Seminarios/2009_XISemAnualMetasInflBCB/Arquivos/2009_XISemAnualMetasInflBCB_ArminioFraga.pdf. Acesso em: 01 mar. 2023.

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

OLIVEIRA, G.; TUROLLA, F. Política econômica do segundo governo FHC: mudança em condições adversas. **Tempo Social**, São Paulo, v. 15, n. 2, nov. 2003. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0103-20702003000200008>. Acesso em: 18 jan. 2023.

OREIRO, J.L. Muito além do tripé. **Valor Econômico**, 10.01.2014. Disponível em: http://bresserpereira.org.br/terceiros/2014/janeiro/14.01.Muito_al%C3%A9m_do_trip%C3%A9.pdf. Acesso em: 08 mar. 2023.

PAULANI, L.M. Brasil delivery: a política econômica do governo Lula. **Revista de Economia Política**, v. 23, n. 4 (92), outubro-dezembro/2003. Disponível em: <http://www.rep.org.br/PDF/92-4.pdf>. Acesso em: 02 mar. 2023.

RESENDE, A.L. A Moeda Indexada: Uma Proposta para Eliminar a Inflação Inercial. **Texto para discussão**, PUC – Rio, n. 81, 1984. Disponível em: <https://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/td81.pdf>. Acesso em: 24 jan. 2023.

SANTOS, F. A.; LOPREATO, F. L. C. O novo consenso em macroeconomia no Brasil: a política fiscal do Plano Real ao segundo Governo Lula. **Texto para discussão**, Unicamp, n. 267, 2016.

SILVA, José Alderir da. A política monetária nos governos Lula e Dilma. **Revista de Economia da UEG**, Anápolis, v. 13, n. 1, jan./jun. 2017.

SILVA, L. I. L. da. **Carta ao povo brasileiro**. São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2002. Disponível em: <https://fpabramo.org.br/wp-content/uploads/2010/02/cartaaopovobrasileiro.pdf>. Acesso em: 18 jan. 2023.

TEIXEIRA, E. **Economia monetária**: a macroeconomia no contexto monetário. São Paulo: Saraiva, 2002.

VELOSO, G. O. *et al.* A curva de Phillips: uma análise da economia brasileira de 2002 a 2012. **Revista Economia e Tecnologia**, Curitiba, v. 9, n. 2, p. 05-19, 2013.