

UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO - UFOP
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS – ICSA
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS – DEECO

Estudo sobre os determinantes da inflação brasileira (1980-2022)

GABRIEL SATIRO REIS COSTA

Mariana - MG

2025

Gabriel Satiro Reis Costa

Estudo sobre os determinantes da inflação brasileira (1980-2022)

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Ouro Preto, como parte dos requisitos para obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr^a. Fernanda Faria Silva

MARIANA - MG

DEECO / ICSA / UFOP

2025



FOLHA DE APROVAÇÃO

Gabriel Satiro Reis Costa

Estudo sobre os determinantes da inflação brasileira (1980-2022)

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Ouro Preto como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas

Aprovada em 14 de Julho de 2025.

Membros da banca

Profa Dra Fernanda Faria Silva - Orientador(a) Departamento de Economia (DEECO-UFOP)
Prof. Dr. Thiago de Sousa Barros - (Departamento de Economia (DEECO-UFOP)
Profa. Me Stela Rodrigues Lopes Gomes - (Departamento de Economia (DEECO-UFOP)

A Profa. Fernanda Faria Silva, orientadora do trabalho, aprovou a versão final e autorizou seu depósito na Biblioteca Digital de Trabalhos de Conclusão de Curso da UFOP em 14 de agosto de 2025



Documento assinado eletronicamente por **Fernanda Faria Silva, PROFESSOR DE MAGISTERIO SUPERIOR**, em 14/07/2025, às 11:40, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.ufop.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0943099** e o código CRC **2E2EA5C3**.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus, por Sua infinita generosidade em abrir caminhos e proporcionar as oportunidades que me trouxeram até aqui. Aos meus pais, expresso minha profunda gratidão pelos ensinamentos valiosos e pelo amor constante, que me sustentou nos momentos de maior dedicação e desafio ao longo deste projeto. Agradeço também às minhas irmãs, Maria Clara e Mariana, pelo apoio e suporte oferecido sempre que precisei. Estendo minha gratidão aos meus avós, em especial à minha querida avó Ana Maria, cujo amor e sabedoria foram pilares em minha vida. Sua coragem diante das adversidades foi minha principal lição de resiliência. Embora não esteja mais entre nós, sua força permanece viva em mim e continua a inspirar minha caminhada. Dedico este trabalho à sua memória, com todo o meu carinho e admiração.

Expresso também minha gratidão à Universidade Federal de Ouro Preto (UFOP), por proporcionar uma formação de excelência, pelo acesso aos recursos técnicos fundamentais ao desenvolvimento desta pesquisa. Aos queridos professores do Departamento de Economia da UFOP, minha profunda gratidão por suas contribuições ao longo da graduação, que solidificaram os alicerces necessários para esta investigação. Em especial, agradeço com admiração à minha orientadora, Professora Fernanda Faria Silva, cuja orientação excepcional, rigor acadêmico e incentivo constante foram essenciais em cada etapa deste trabalho.

Por fim, agradeço com carinho imenso aos amigos que fiz ao longo desta jornada transformadora, especialmente à minha segunda família, a República Partenon, que tornou esta experiência não só possível, mas também inesquecível.

RESUMO

Este estudo analisa os determinantes da inflação brasileira entre 1980 e 2022, avaliando a capacidade explicativa das perspectivas ortodoxa (monetarismo clássico e Nova Síntese Neoclássica) e heterodoxa (abordagem pós-keynesiana estruturalista). Mediante análise histórico-conjuntural e teórica, foram identificados os seguintes marcos: (i) a crise da dívida e a hiperinflação dos anos 1980, marcada por choques externos e indexação generalizada (ii) a estabilização do Plano Real (1994) e a adoção do Regime de Metas de Inflação (1999). Conclui-se que a dinâmica inflacionária brasileira é multifacetada, demandando análises que integrem fatores monetários, institucionais, estruturais e distributivos. No período pós-implementação do Regime de Metas de Inflação (1999), contudo, os choques de oferta e a perpetuidade da indexação emergem como determinantes predominantes. Nesse contexto, a política monetária centrada essencialmente na administração da taxa Selic pode revelar uma eficácia limitada para o controle sustentável da inflação, a depender da preponderância do choque.

Palavras-chave: Inflação; Ortodoxia; Heterodoxia; Política Monetária; Indexação; Regime de Metas (RMI); Choque de oferta; Choque de demanda; Taxa de Juros.

ABSTRACT

This study examines the determinants of Brazilian inflation between 1980 and 2022, assessing the explanatory power of orthodox (classical monetarism and New Neoclassical Synthesis) and heterodox (structuralist Post-Keynesian approach) perspectives. Through historical and theoretical analysis, the following milestones are identified: (i) the debt crisis and hyperinflation of the 1980s, characterized by external shocks and widespread indexation; (ii) the stabilization under the *Plano Real* (1994) and the adoption of the Inflation Targeting Regime (1999). It is concluded that Brazil's inflationary dynamics are multifaceted, requiring analyses that integrate monetary, institutional, structural, and distributive factors. However, in the post-implementation period of the Inflation Targeting Regime (1999), It is concluded that Brazilian inflationary dynamics are multifaceted, requiring analyses that integrate monetary, institutional, structural and distributive factors. However, in the post-implementation period of the Inflation Targeting Regime (1999), supply shocks and indexation emerge as predominant determinants. In this context, monetary policy focused exclusively on the Selic rate may prove to be of limited effectiveness for sustainable inflation control, depending on the preponderance of the shock.

Keywords: Inflation; Orthodoxy; Heterodoxy; Monetary Policy; Indexation; Inflation Targeting Regime (ITR); Supply Shock; Demand Shock; Interest Rate.

LISTA DE ILUSTRAÇÃO

Ilustração 1- Inflação (IPCA), Meta e Banda de Tolerância no Brasil (1999-2022).....	46
Ilustração 2- Evolução dos Índices de Preços das <i>Commodities</i> Brasileiras por Setor (2000–2014).....	49
Ilustração 3 - Evolução do Consumo das Famílias e do Governo em Termos Reais (2000-2014).....	51
Ilustração 4 - Índice de preços do setor agrícola; Índice de preços do setor metálico; Índice de preços do petróleo e gás – energia (2000-2023).....	66

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Índice nacional de preços ao consumidor (IPCA) geral - Mensal (1981-1984).....	30
Tabela 2 - Setor Externo Brasileiro 1992-1999.....	42
Tabela 3 - Indicadores Fiscais 1992-1999.....	44
Tabela 4 - Evolução dos Indicadores Macroeconômicos Seleccionados - Brasil (2000-2013).....	47
Tabela 5 - Fluxos Econômicos 2000-2013.....	48
Tabela 6 - Taxa média anual de desemprego e Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) em relação ao PIB – Brasil (2003-2013).....	54
Tabela 7 - Evolução dos Indicadores Macroeconômicos Seleccionados - Brasil (2014-2018).....	60
Tabela 8 - Evolução dos Indicadores Macroeconômicos Seleccionados - Brasil (2014-2018).....	62
Tabela 9 - - Evolução dos Indicadores Macroeconômicos Seleccionados - Brasil (2018-2022).....	64

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Axioma Pós-Keynesiano por Davidson (1984).....	12
Quadro 2 - Princípios Fundamentais do Pensamento Pós-Keynesiano por Carvalho.....	14
Quadro 3 - A Proposição Pós-Keynesiana para Tipos de Inflação de Acordo com Sicsú (2003)	15

SUMÁRIO

Introdução.....	1
CAPÍTULO 1 – Ortodoxia e heterodoxia monetária: as interpretações do fenômeno inflacionário.....	4
1.1 Ortodoxia.....	4
1.1.1 Monetarismo clássico.....	4
1.1.2 Nova Síntese Neoclássica.....	9
1.2 Heterodoxia.....	12
1.2.1 Pós-keynesianos.....	12
1.2.2 Teoria da inflação estrutural.....	18
1.3 Contrapontos entre as correntes teóricas ortodoxas e heterodoxas.....	20
CAPÍTULO 2 – Análise da conjuntura econômica brasileira (1980–2024).....	24
2.1 Características econômicas anteriores à década de 1980.....	24
2.2 Estrutura política e econômica do Brasil nos anos 1980.....	26
2.3 Planos de estabilização monetária: Plano Cruzado (1986), Plano Bresser (1987), Plano Verão (1989), Planos Collor I e II (1990–1992).....	32
CAPÍTULO 3 – Plano Real, estabilização, regime de metas e os principais determinantes da inflação brasileira (1992–2024).....	40
3.1 A transição para a estabilização: o Plano Real e seus limites (1992–1999).....	40
3.2 Inflação sob o regime de metas: câmbio, política monetária, conflitos distributivos e impactos das <i>commodities</i> (2000–2013).....	45
3.3 Crise e recessão (2014–2018).....	57
3.4 Determinantes da inflação no contexto pandêmico e pós-pandêmico (2019–2022)	64
3.4.1 Inflação e política monetária no Brasil: limites da Selic no controle inflacionário.....	68
Conclusão.....	75
Referências.....	77

1. INTRODUÇÃO

O processo inflacionário configura-se como um dos problemas macroeconômicos mais desafiadores para vários países, em especial, os latinoamericanos. Caracterizando-se pelo aumento generalizado dos preços, o processo inflacionário corrói o poder de compra da moeda e intensifica as incertezas no ambiente econômico. No Brasil, essa realidade se manifesta de forma singular, impulsionada por um histórico de altos índices inflacionários medidos por instrumentos, tais como o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), IGP (Índice Geral de Preços) e INPC (Índice Nacional de Preços ao Consumidor), os quais serviram tanto para diagnosticar quanto para orientar as políticas de estabilização.

A literatura econômica aponta para a existência de múltiplas correntes interpretativas sobre o fenômeno inflacionário (BAER, 2009; CAMPEDELLI, 2017). De um lado, a abordagem ortodoxa, que tem suas raízes na Teoria Quantitativa da Moeda¹, argumenta que o crescimento da quantidade de moeda em circulação é a principal causa dos aumentos persistentes de preços (FRIEDMAN, 1968). De acordo com Milton Friedman, a inflação sempre, e em todo lugar, é um fenômeno monetário (FRIEDMAN, 1968). Complementar e posteriormente, surge o novo consenso macroeconômico, fruto da síntese de diversas escolas (monetaristas, novo-clássica, novo-keynesiana e do ciclo real dos negócios), prioriza inflação baixa e estável como condição essencial ao crescimento a longo prazo, prescrevendo uma política monetária com discricionariedade restrita, porém flexível o suficiente para acomodar choques de demanda e minimizar oscilações do produto (CARVALHO, 2015).

De outro lado, a vertente heterodoxa (que refuta os pressupostos monetaristas e abrange, entre outras, as perspectivas pós-keynesianas e estruturalistas) argumenta que a inflação é um fenômeno multifacetado, cujas origens se estendem além dos choques de

¹ A Teoria Quantitativa da Moeda afirma que o nível geral de preços é diretamente proporcional à quantidade de moeda em circulação na economia. Ela pode ser representada pela equação de troca de Fisher: $MV = PY$, em que M é a oferta de moeda, V a velocidade da moeda, P o nível de preços e Y o produto real. Essa teoria foi central para o pensamento monetarista, principalmente nas formulações de Milton Friedman, que defendia que "a inflação é sempre e em toda parte um fenômeno monetário" (FRIEDMAN, 1968).

demanda, envolvendo também rigidezes institucionais, indexação e problemas estruturais da economia (CAMPEDILLI; LACERDA, 2014).

No contexto brasileiro, o período de 1980 a 2022 revelou uma trajetória complexa, marcada pela persistência inflacionária, e acentuação do processo de indexação da economia brasileira, sendo que, somente a partir de 1994, com o Plano Real e a estabilização monetária, a inflação realmente arrefeceu, sendo que o que ajudou a sustentar esta estabilização tem sido relacionado com a adoção do regime de metas de inflação (CAMPEDELLI, 2017; CARVALHO, 2014).

Ademais, a experiência brasileira pós-Real ilustra a dificuldade de eliminar a “memória inflacionária”, historicamente ancorada em práticas de indexação que se perpetuaram mesmo após os esforços de desindexação (CARVALHO, 2014). Essa persistência de mecanismos indexadores, discutida sob a ótica da economia institucional, reforça a tese de que a inflação não pode ser encarada apenas como um fenômeno de excesso de moeda, mas como um reflexo de complexas interações entre fatores institucionais, contratuais e estruturais, tal como preconizado por autores como Carvalho (2014) e Libânio (2004).

Diante da complexidade que marca o fenômeno inflacionário no Brasil, o presente estudo parte da seguinte problemática central: quais foram os principais determinantes da inflação brasileira no período de 1980 a 2022? A pesquisa tem como objetivo geral avaliar a dinâmica inflacionária ao longo desse intervalo, buscando propor uma leitura integrada dos múltiplos fatores que atuam na formação do nível geral de preços e a conjuntura econômica brasileira e internacional a cada período. Para isso, o trabalho investigou como as abordagens ortodoxas e heterodoxas interpretam a inflação, e em que medida seus distintos referenciais teóricos contribuem para explicar a trajetória dos preços no país. A análise articula marcos teóricos clássicos e contemporâneos com estudos empíricos e conjunturais da economia brasileira, permitindo um exame abrangente da relevância de variáveis macroeconômicas (como política monetária, mecanismos de indexação, choques de oferta e fatores institucionais) na condução do processo inflacionário.

Partem-se de duas hipóteses principais: a primeira é a de que a inflação brasileira possui origens múltiplas e interligadas, sendo marcada, mesmo após a estabilização do Plano Real, pela persistência de mecanismos de indexação que contribuem para sua rigidez e inércia. A segunda hipótese propõe que, embora o regime de metas de inflação tenha consolidado o uso da taxa de juros como principal instrumento de controle, essa ferramenta tem se mostrado, por vezes, ineficaz diante da natureza estrutural e complexa do processo inflacionário no país.

Para responder a essas questões, o trabalho adota uma abordagem metodológica mista, combinando métodos qualitativos e quantitativos. Essa escolha se justifica pela própria natureza multifacetada da inflação, que exige a análise simultânea de dados econômicos mensuráveis e de fatores institucionais, históricos e políticos. A justificativa da pesquisa reside, portanto, na necessidade de ampliar o debate sobre a inflação no Brasil, superando diagnósticos reducionistas que atribuem causas únicas ao fenômeno e desconsideram sua complexidade estrutural. Em um cenário em que as soluções unívocas revelam crescentes limitações para lidar com os desafios macroeconômicos, este estudo busca contribuir para uma perspectiva pluralista e mais realista da inflação brasileira.

A estrutura deste trabalho organiza-se em cinco partes principais. A primeira sendo essa, a introdução, que apresenta os fundamentos conceituais e a problemática central. Seguido do primeiro capítulo, que aborda as principais correntes teóricas, ortodoxa e heterodoxa e seus respectivos argumentos explicativos para o processo inflacionário. O segundo capítulo realiza uma análise da conjuntura econômica brasileira, revisitando o período de hiperinflação e os planos de estabilização dos anos 1980, até o segundo plano Collor - os chamados planos de estabilização monetária “fracassados”. O terceiro capítulo discute o Plano Real e seus condicionantes da estabilidade monetária, o impacto das crises globais e o tripé macroeconômico, em especial o regime de metas de inflação. Por fim, a conclusão sintetiza as contribuições teóricas e práticas dos estudos, apontando para os caminhos de uma política monetária mais abrangente.

CAPÍTULO 1: ORTODOXIA E HETERODOXIA MONETÁRIA: AS INTERPRETAÇÕES DO FENÔMENO INFLACIONÁRIO

Este capítulo tem por objetivo examinar a forma como a corrente teórica ortodoxa e heterodoxa compreendem a inflação, cobrindo seus fundamentos teóricos, seus diagnósticos e suas recomendações de política econômica para o seu combate. Para tanto, a discussão será estruturada nas seguintes seções: primeiro, apresentamos a fundamentação teórica ortodoxa da inflação, abordando o monetarismo clássico, a Nova Síntese Neoclássica.

Em sequência, apresentam-se heterodoxia pelas correntes teóricas pós keynesianas e estruturalista. Cada seção examina os elementos teóricos centrais destas abordagens, consolidando as bases para uma compreensão pluralista das causas inflacionárias. Por fim, confrontam-se as principais críticas heterodoxas ao arcabouço ortodoxo, estabelecendo um diálogo comparativo entre os paradigmas teóricos.

1.1 ORTODOXIA NO CONTEXTO INFLACIONÁRIO

A teoria ortodoxa, fundamentada nos princípios da economia monetária, consolidou-se ao longo do século XX mediante a absorção de novas contribuições teóricas. Inicialmente abordaremos o monetarismo clássico de Friedman (década de 1960), cuja essência repousa na Teoria Quantitativa da Moeda e que serviu como alicerce para as correntes ortodoxas posteriores. Em seguida, examinaremos a Nova Síntese Neoclássica, cuja fundamentação teórica decorre da convergência entre elementos das escolas monetarista, novo-clássica, de ciclos reais e novo-keynesiana. Esta síntese consolidou o entendimento contemporâneo das autoridades monetárias sobre os mecanismos inflacionários, conformando o paradigma dominante na política econômica atual. Cada uma dessas abordagens será analisada em detalhe nas seções subsequentes.

1.1.1 Monetarismo clássico

No cerne da visão ortodoxa tradicional está o monetarismo, amplamente associado a Friedman, que junto a outros monetaristas, retomou a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), dando-lhe nova vida a partir dos anos 1950-60. De acordo com a formulação clássica, existe uma relação direta entre a quantidade de moeda em circulação e o nível de preços (CARVALHO, 2015). Essa teoria é expressa pela equação de troca de Fisher:

$$M V = P T \quad (1)$$

$$P = \frac{M V}{T} \quad (2)$$

em que

M = quantidade de moeda em circulação;

V = velocidade de circulação da moeda;

P = preços correspondentes dos bens e serviços;

T = quantidade de transações físicas de bens e serviços.

Nesta formulação clássica, a velocidade de circulação da moeda (V) é considerada constante no curto prazo, dado que seus determinantes possuem natureza institucional (como hábitos de pagamento, frequência salarial e estrutura do sistema financeiro), os quais apresentam evolução gradual no tempo. Paralelamente, o volume de transações físicas de bens e serviços (T) também constitui-se como constante no curto prazo, por refletir variáveis reais da economia (tais como capacidade produtiva, avanço tecnológico e dinâmica demográfica).

Essa rigidez, segundo a teoria, decorre da suposição clássica de pleno emprego dos fatores de produção, segundo a qual alterações significativas na capacidade produtiva exigem processos estruturais de longo prazo. Consequentemente, alterações na quantidade de moeda (M) impactam exclusivamente o nível geral de preços (P). Assim, na TQM a

moeda é apenas um meio de troca usado como ponte do hiato entre recebimentos e gastos dos agentes (CARVALHO, 2015).

A revalorização da ortodoxia monetária por Milton Friedman iniciou-se com uma reformulação fundamental da TQM, transformando-a de uma teoria dos níveis gerais de preços em uma teoria da demanda por moeda. Para tal, Friedman adotou a formulação de Cambridge da equação de trocas, expandindo-a com pressupostos comportamentais inovadores.

$$\frac{M}{P} = f\left(w, r_a, r_b, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, y, u\right) \quad (3)$$

em que

M = estoque de moeda (quantia de moeda desejada pelo público);

P = nível de preços;

y = riqueza real total (Y/P), representada pela renda permanente;

W = relação entre riqueza humana e não humana;

r_a = taxa esperada de retorno dos títulos de renda fixa (títulos);

r_b = taxa esperada de retorno dos títulos de renda variável (ações);

$\frac{1}{P} \frac{dP}{dt}$ = taxa esperada de variação dos preços dos bens;

u = gostos e preferências e outros fatores que podem afetar a utilidade da moeda.

Central a essa abordagem é o tratamento da moeda como ativo integrante da carteira de riqueza, cuja demanda é determinada pela renda permanente (y), pelo custo de oportunidade $(r_a; r_b)$; e pela inflação esperada $\left(\frac{1}{P} \frac{dP}{dt}\right)$ (CARVALHO, 2015). Tal função,

implica que a velocidade de circulação da moeda deriva-se de forma estável e previsível, mas não constante, rompendo com a rigidez fisheriana (CARVALHO, 2015).

Nessa perspectiva, a moeda envolve um *trade-off* entre liquidez e retorno financeiro, sua retenção assegura benefícios transacionais e segurança, mas incorre em custos de oportunidade medidos pelos rendimentos renunciados de ativos alternativos. Quando a estabilidade de preços prevalece, o custo relevante limita-se à diferença entre retornos de ativos financeiros; já em contextos inflacionários, a erosão do poder aquisitivo torna-se decisiva, induzindo substituições por ativos reais ou indexados (CARVALHO, 2015). Consequentemente, choques monetários afetam primariamente o produto real (Y) no curto prazo, devido a rigidezes e desemprego cíclico, enquanto os preços (P) ajustam-se apenas no longo prazo estabelecendo assim a não neutralidade monetária temporária (CARVALHO, 2015).

A essa dinâmica se soma o papel das expectativas inflacionárias, elemento crucial para compreender episódios hiperinflacionários. Como evidenciado por Cagan (1956; *apud* CARVALHO, 2015), em cenários de inflação elevada, os agentes econômicos formam expectativas adaptativas, estimando a inflação futura a partir de uma média exponencial ponderada das taxas passadas. Tal comportamento gera uma estrutura autorregressiva no processo inflacionário, em que políticas monetárias expansionistas sustentadas não apenas elevam a inflação corrente, mas também exacerbam as expectativas futuras, retroalimentando o processo de desvalorização da moeda.

Essa retroalimentação inflacionária reduz a demanda por saldos monetários reais, dado o crescente custo de oportunidade de manter a moeda em carteira. Quando governos recorrem à emissão monetária como fonte de financiamento (via senhoriagem) enfrentam limites operacionais: a receita de senhoriagem atinge seu máximo quando a elasticidade da demanda por moeda em relação à inflação é unitária (CARVALHO, 2015). A partir desse ponto, incrementos na taxa de expansão monetária corroem a base monetária real mais rapidamente do que geram receita, instaurando uma armadilha fiscal-operacional (CARVALHO, 2015). Esse mecanismo explica a aceleração simultânea da oferta monetária e da inflação observada nas experiências históricas de hiperinflação.

Milton Friedman, em seu paper seminal: “*The Role of Monetary Policy*”, aprofunda essa lógica ao introduzir o conceito de taxa natural² de desemprego, sustentando que qualquer tentativa de manter o desemprego abaixo desse nível levará, inevitavelmente, à aceleração da inflação (FRIEDMAN, 1968). Inicialmente, os trabalhadores podem ser induzidos a aceitar salários nominais mais elevados, interpretando-os como aumentos salariais reais, dado a uma ilusão monetária sustentada por expectativas adaptativas. Todavia, à medida que os preços sobem e os agentes ajustam suas expectativas à nova realidade inflacionária, os efeitos reais da expansão monetária se dissipam, e a economia retorna ao nível natural de desemprego, mas em um patamar de preços permanentemente mais elevado. Essa dinâmica implica que, no longo prazo, a Curva de Phillips se torna vertical, evidenciando a inexistência de um *trade-off* duradouro entre inflação e desemprego (CARVALHO, 2015; FRIEDMAN, 1968).

No arcabouço teórico monetarista, o nível geral de preços é função direta do estoque de moeda, cuja oferta é assumida como controlada exclusivamente pelas autoridades monetárias (CARVALHO, 2015). Como se presume uma baixa elasticidade da demanda por moeda em relação à taxa de juros, variações na oferta monetária só encontram equilíbrio via ajustes na renda nominal (CARVALHO, 2015). Portanto, para reduzir a inflação, é necessário reduzir a taxa de crescimento do estoque monetário, sustentando-se a tese de que a inflação é sempre e em toda parte um fenômeno monetário (FRIEDMAN, 1968).

Adicionalmente, o monetarismo aponta para duas defasagens que comprometem a eficácia da política monetária: a defasagem interna, relacionada ao intervalo entre o choque econômico e a resposta das autoridades, e a defasagem externa, que refere-se ao tempo necessário para que os efeitos das medidas se materializam na economia real (CARVALHO, 2015). Essas defasagens podem transformar a política monetária em um fator de instabilidade. Por exemplo, estímulos monetários implementados tardiamente durante uma recessão podem coincidir com a retomada da atividade, resultando em

² A taxa natural de desemprego é o nível de desemprego que prevalece em uma economia eficiente e em equilíbrio, considerando as inevitáveis fricções do mercado de trabalho, como a transição de trabalhadores entre empregos e desajustes de habilidades. Introduzida por Milton Friedman em 1968, essa taxa representa o desemprego que ocorre mesmo quando a economia está operando em seu potencial máximo, sem pressões inflacionárias adicionais, só podendo ser afetada por fatores reais da economia, ou seja, não pode ser alterada por políticas monetárias e fiscais no longo prazo.

superaquecimento. Diante desse cenário, Friedman defende a substituição da política discricionária por regras fixas, que assegurem previsibilidade e evitem erros de temporização (CARVALHO, 2015).

Assim, o monetarismo ortodoxo explica a inflação como resultado de políticas monetárias imprudentes ou de desequilíbrios fiscais monetizados, com destaque para a importância das expectativas adaptativas. Os monetaristas clássicos defendem a disciplina monetária e fiscal como condição para a estabilidade de preços. Essa visão influenciou fortemente a política econômica a partir dos anos 1970-80, por exemplo, a experiência de combate à inflação nos EUA no início dos anos 1980, sob o *Federal Reserve de Paul Volcker*³, foi inspirada em princípios monetaristas, controlando severamente a expansão monetária e elevando juros, o *Federal Reserve System* (sistema de bancos centrais dos Estados Unidos) conseguiu quebrar a espiral inflacionária, confirmando, para os ortodoxos, a tese de que inflação cede diante de aperto monetário consistente.

1.1.2 Nova Síntese Neoclássica

A evolução da macroeconomia ao longo das últimas décadas resultou na consolidação de um arcabouço teórico amplamente aceito tanto no meio acadêmico quanto entre formuladores de política econômica. Esse arcabouço, conhecido como Nova Síntese Neoclássica (ou Novo Consenso Macroeconômico), é resultado da integração entre elementos das escolas monetarista, novo-clássica, novo-keynesiana e do ciclo real dos negócios (CARVALHO, 2015; GOODFRIEND; KING, 1997; GOODFRIEND, 2004; *apud* DRUMOND; JESUS, 2012). Essa síntese surge como resposta às limitações da antiga síntese neoclássica dos anos 1950 e 1960, que, baseada no modelo IS-LM e na Curva de Phillips original, acabou sendo severamente criticada nas décadas seguintes, especialmente pelos trabalhos de Friedman, Phelps, Lucas, Sargent e Wallace (CARVALHO, 2015; DRUMOND; JESUS, 2012).

³ Paul Volcker foi presidente do Federal Reserve (FED) dos Estados Unidos entre 1979 e 1987. Durante seu mandato, implementou políticas monetárias restritivas para combater a alta inflação da época, elevando as taxas de juros a níveis sem precedentes, o que resultou na desaceleração da inflação, mas também em uma recessão econômica no início dos anos 1980.

Em contraponto ao monetarismo de Friedman, o Novo Consenso Macroeconômico incorporou as ideias da escola novo-clássica, substituindo o conceito de expectativas adaptativas, pela hipótese das expectativas racionais (CARVALHO, 2015). Segundo esta visão, se os agentes econômicos maximizam sua satisfação, eles também otimizam o uso das informações disponíveis. Consequentemente, suas expectativas não se formam apenas com base no passado, mas também consideram projeções futuras (CARVALHO, 2015).

A partir desse pressuposto de que os agentes formam expectativas racionais, quer dizer que eles utilizam toda a informação disponível de forma eficiente e não cometem erros sistemáticos (CARVALHO, 2015). De acordo com esta perspectiva, a política monetária expansionista anunciada é imediatamente incorporada às expectativas dos agentes, que antecipam seus efeitos sobre a inflação, ajustando preços e salários sem impactar variáveis reais como emprego ou produto (CARVALHO, 2015). Assim, quando houver uma surpresa monetária: uma variação inesperada da oferta de moeda, os agentes inicialmente interpretam o aumento de preços como sinal de maior demanda, levando a uma expansão temporária do emprego. No entanto, ao perceberem que o aumento era apenas monetário, os empresários corrigem sua produção e os trabalhadores ajustam suas expectativas salariais, fazendo com que a taxa de desemprego retorne ao seu nível natural. Portanto, no longo prazo, a política monetária seria neutra, afetando apenas o nível de preços.

No cerne desse novo paradigma está a utilização de três instrumentos analíticos fundamentais, a curva IS micro fundamentada, a Curva de Phillips Novo-Keynesiana e a regra de condução da política monetária baseada na taxa de juros (TAYLOR, 2000; CARLIN; SOSKICE, 2005; *apud* DRUMOND; JESUS, 2012). Esses elementos compõem a base dos modelos de Equilíbrio Geral Dinâmico Estocástico (DSGE), que passaram a ser amplamente utilizados pelos bancos centrais ao redor do mundo para simulação de cenários macroeconômicos e formulação de políticas econômicas (DRUMOND; JESUS, 2012).

A Curva de Phillips Novo-Keynesiana representa um dos pilares dessa síntese, ao estabelecer uma relação entre a inflação corrente, as expectativas de inflação futura e o hiato do produto, ou seja, o desvio da produção em relação ao seu nível potencial. Este modelo incorpora, por um lado, a rigidez nominal de preços e salários no curto prazo, uma

herança keynesiana, e por outro, as expectativas racionais e a neutralidade da moeda no longo prazo (DRUMOND; JESUS, 2012). Assim, a inflação não é explicada apenas por pressões de demanda, mas, fundamentalmente, pela interação entre as expectativas dos agentes e o grau de utilização dos fatores produtivos.

Nesse contexto, as expectativas desempenham papel central. Se os agentes econômicos acreditam que a inflação se manterá próxima à meta estabelecida, seus comportamentos de precificação, negociação salarial e investimentos tenderão a alinhar-se a essa expectativa, contribuindo para sua própria realização (DRUMOND; JESUS, 2012). Tal mecanismo reforça a importância da credibilidade das autoridades monetárias, especialmente dos bancos centrais, cuja capacidade de ancorar as expectativas é determinante para a estabilidade econômica.

Essa preocupação com a credibilidade se relaciona diretamente com os trabalhos de Kydland e Prescott e Barro e Gordon sobre inconsistência temporal, que demonstram que autoridades sujeitas a pressões políticas tendem a prometer baixa inflação, mas frequentemente sucumbem à tentação de estimular excessivamente a economia, gerando viés inflacionário (KYDLAND; PRESCOTT, 1977; BARRO; GORDON, 1983; *apud* DRUMOND; JESUS, 2012). Como resposta, a Nova Síntese Neoclássica consagrou a importância de instituições monetárias independentes e de metas explícitas de inflação, as quais atuam como âncoras para as expectativas dos agentes econômicos.

Carvalho (2015) destaca a importância das contribuições de Cukierman (1992) para a compreensão da independência dos bancos centrais, ao desenvolver um referencial empírico baseado em três critérios: a rotatividade dos dirigentes, os dispositivos legais que regem a instituição e questionários direcionados a especialistas. De acordo com essa abordagem, a estabilidade na liderança e a limitação da influência do Poder Executivo são sinais de maior autonomia. Os estudos empíricos conduzidos por Cukierman e seus colaboradores revelaram uma correlação negativa significativa entre o grau de independência dos bancos centrais e os níveis de inflação. Esses resultados sustentam a tese de que a autonomia institucional contribui para a estabilidade de preços (CUKIERMAN, 1992; *apud* CARVALHO, 2015).

Nesse arranjo teórico, a política monetária assume um papel crucial no curto prazo, sendo capaz de suavizar flutuações cíclicas através do controle da taxa de juros. Contudo, no longo prazo, os efeitos dessa política sobre variáveis reais, como o nível de produto e emprego, são nulos, estando essas variáveis condicionadas por fatores reais, como tecnologia e funcionamento do mercado de trabalho (TAYLOR, 1997; apud DRUMOND; JESUS, 2012). Essa perspectiva está alinhada com a noção da taxa natural de desemprego de Friedman, na qual qualquer tentativa de manter a economia operando acima de seu potencial resulta apenas na aceleração da inflação.

1.2 HETERODOXIA NO CONTEXTO INFLACIONÁRIO

Ao negar os pressupostos da Lei de *Say* e da TQM, as teorias heterodoxas da inflação buscam explicar a elevação persistente do nível geral de preços por meio de diversos fatores estruturais, institucionais e comportamentais, em contraste com a visão ortodoxa monetarista. A partir dos anos 1970 e 1980, especialmente com a experiência de estagflação e hiperinflação em alguns países, economistas heterodoxos brasileiros e internacionais desenvolveram interpretações alternativas para o fenômeno inflacionário (BRESSER-PEREIRA, 1996). Essas interpretações enfatizam componentes como os choques de custos, desequilíbrios setoriais, conflitos distributivos entre trabalhadores, empresas e governo e a indexação de contratos. A seguir, apresentamos as vertentes heterodoxas Pós-keynesiano e Estruturalista.

1.2.1 Pós-Keynesiano

O programa de pesquisa pós-keynesiano centra-se na análise da tomada de decisão sob incerteza radical e seus efeitos sobre economias monetárias modernas, desenvolvendo analiticamente o arcabouço teórico da Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda de Keynes (CARVALHO, 2020). Nesse escopo, Davidson (1984, *apud* CARVALHO, 2020) sistematizou três axiomas fundantes:

Quadro 1 - Axioma Pós-Keynesiano por Davidson.

AXIOMAS	DEFINIÇÃO
Não Neutralidade da Moeda	A moeda exerce influência em variáveis reais tanto no curto quanto no longo prazo.
Não Ergodicidade dos Processos Econômicos	Os sistemas econômicos evoluem em tempo histórico irreversível, onde o futuro é intrinsecamente incerto e imprevisível. Dados passados não permitem inferências confiáveis sobre eventos futuros, rejeitando a premissa de ergodicidade (equivalência estatística entre passado e futuro).
Centralidade dos Contratos Monetários	Contratos monetários, especialmente salariais, são instituições fundamentais em economias de mercado, funcionando como mecanismos de coordenação eficiente em contextos de incerteza. Sua estabilidade depende da expectativa de que as receitas contratuais superaram os custos monetários, garantindo fluxos de caixa positivos.

Fonte: Adaptado de DAVIDSON (1984), citado por CARVALHO (2020)

A formulação teórica de Davidson, segundo a crítica de Carvalho (2020), revela uma limitação metodológica ao tratar a não neutralidade da moeda como ponto de partida, em contraste com a perspectiva de Keynes, que procurou demonstrá-la como um resultado teórico, e não como uma hipótese inicial. Em resposta a essa limitação, Fernando Cardim de Carvalho propõe um arcabouço analítico distinto, fundamentado em seis princípios centrais, os quais estruturam o conceito de economia monetária da produção. Esses princípios compõem uma base teórica que orienta o projeto intelectual do pós-keynesianismo (OREIRO, 2020).

Quadro 2 - Princípios Fundamentais do Pensamento Pós-Keynesiano por Carvalho.

PRINCÍPIOS	DEFINIÇÃO
Princípio da temporariedade dos processos econômicos	Produção é um processo temporal que exige decisões antecipadas de contratação de insumos antes da venda dos produtos. Portanto, o nível de emprego e produção depende fundamentalmente das expectativas dos empresários sobre a demanda futura.
Princípio da não ergodicidade dos processos econômicos	Decisões presentes alteram irreversivelmente as condições iniciais, impossibilitando inferências futuras a partir de dados pretéritos. Essa não estacionariedade fundamenta a incerteza radical, onde probabilidades são insuficientes para reduzir a

	indeterminação do futuro.
Princípio da coordenação	Economias capitalistas carecem de mecanismos centrais de coordenação prévia dos planos dos agentes, gerando transações a "falsos preços" fora do equilíbrio. Essas transações descoordenadas produzem perdas e efeitos de renda, induzindo a criação de instituições redutoras de incerteza, destacando-se os contratos monetários como estabilizadores sistêmicos.
Princípio da produção	As firmas capitalistas operam sob o princípio de que a produção visa exclusivamente a maximização de lucros monetários, não a utilidade direta. Seu objetivo fundamental é acumular poder de comando sobre a riqueza social, materializado na forma monetária.
Princípio da estratégia dominante	Na economia capitalista, vigora uma assimetria decisória onde as firmas atuam como agentes estratégicos dominantes, determinando tanto o nível de emprego quanto a poupança agregada por meio de suas decisões de produção e investimento
Princípio das propriedades da moeda	Para viabilizar sistemas de contratos monetários em ambientes incertos, a moeda deve possuir elasticidade de produção nula (impossibilidade de criação privada) e substituição insignificante (ausência de ativos equivalentes), garantindo assim sua liquidez absoluta como meio definitivo de liquidação de débitos e estabilizador institucional.

Fonte: Elaboração própria a partir de CARVALHO (2020)

De acordo com Carvalho (2020) a estrutura da produção nas economias modernas pressupõe decisões realizadas sob incerteza e em um horizonte temporal que separa a contratação dos fatores produtivos da concretização da venda final (princípio da temporariedade dos processos econômicos). Ainda, de acordo com este autor, esse descompasso temporal, intrínseco ao processo produtivo, torna os contratos a termo instrumentos fundamentais para a organização das atividades econômicas (Princípio da coordenação). Segundo o autor, esses contratos asseguram aos produtores o acesso prévio a insumos e fatores de produção, bem como a fixação de seus preços, permitindo calcular antecipadamente a rentabilidade relativa entre diferentes opções produtivas. Ao estabelecerem os fluxos de recursos, prazos de entrega e condições contratuais, esses instrumentos reduzem o grau de incerteza envolvido nas decisões empresariais (CARVALHO, 2020).

Nesse contexto, a moeda adquire um papel institucional crucial, pois é nela que todas as obrigações contratuais são denominadas e liquidadas (CARVALHO, 2020). Sua aceitação generalizada a torna o ativo definitivo para quitação de débitos, funcionando como um verdadeiro “seguro universal” contra a imprevisibilidade dos eventos futuros (princípio das propriedades da moeda). Em condições de incerteza não probabilística (na qual os agentes não conseguem sequer atribuir distribuições de probabilidade aos possíveis estados futuros), a posse de moeda representa uma reserva de poder de compra e proteção diante de contingências adversas (princípio da não ergodicidade dos processos econômicos) (CARVALHO, 2020).

A preferência por liquidez, nesse sentido, emerge como um comportamento racional diante da incerteza radical (CARVALHO, 2020). Agentes econômicos, ao estruturarem seus portfólios, optam por manter parte de sua riqueza em ativos líquidos, ainda que em detrimento de maiores retornos financeiros. O rendimento subjetivo atribuído à segurança proporcionada pela liquidez constitui o chamado “prêmio de liquidez”, que se eleva proporcionalmente à intensidade percebida da incerteza. Assim, o custo de oportunidade associado à renúncia de ativos mais rentáveis reflete, na prática, o valor atribuído à tranquilidade proporcionada por ativos monetários.

No cenário onde ativos são reduzidos à dicotomia entre moeda e títulos, a taxa de juros é definida como o diferencial de retorno requerido pelos agentes para manter títulos em vez de moeda, ou seja, ela representa o prêmio necessário para abrir mão da liquidez (CARVALHO, 2020). Contudo, em uma abordagem mais abrangente, que incorpora um espectro contínuo de ativos com diferentes graus de liquidez, a preferência pela liquidez deixa de ser uma simples função da demanda por moeda. Ela passa a determinar os preços e os retornos de todos os ativos da economia, transformando-se em uma teoria geral de apreçamento de ativos, e não apenas uma teoria monetária restrita através do princípio da produção e das propriedades da moeda (CARVALHO, 2020).

Sicsú (2003), com o objetivo de identificar as variáveis determinantes da inflação, sistematizou uma formulação teórica que distingue sete tipologias inflacionárias:

Quadro 3 - A Proposição Pós-Keynesiana para Tipos de Inflação

Tipo de Inflação	Descrição
Inflação de Salários	A inflação salarial resulta das negociações coletivas entre força de trabalho e empregadores. Um incremento nos salários nominais, <i>ceteris paribus</i> , tende a gerar pressões inflacionárias.
Inflação de Lucros / Grau de Monopólio	Quando os empresários identificam elasticidade-preço da demanda favorável à maximização de <i>mark-up</i> , os agentes empresariais tendem a promover reajustes de preços em seus mercados, visando à otimização de retornos.
Inflação de Retornos Decrescentes	Manifesta-se quando o hiato de emprego é muito baixo, provocando escassez de mão de obra qualificada e menor eficiência do trabalho, o que eleva custos e, conseqüentemente, os preços.
Inflação Importada	Decorre do aumento de preços internacionais ou da desvalorização cambial. É mais intensa em economias abertas e pode ser repassada aos preços domésticos, sobretudo em setores com elevado grau de monopólio.
Inflação de Choques de Oferta (<i>Commodity</i>)	Provocada por eventos como quebra de safra ou escassez energética, que elevam custos produtivos. O impacto inflacionário depende do hiato de emprego e do grau de monopólio do setor afetado.
Inflação de Impostos	Ocorre quando aumentos de alíquotas tributárias são repassados aos preços. A intensidade da inflação depende da capacidade dos empresários de transferir o custo aos consumidores.
Inflação de Demanda	Verificada quando a economia atinge o pleno emprego, e aumentos de gastos (consumo, investimento ou governo) pressionam a demanda além da capacidade produtiva, elevando salários nominais e, por conseqüência, os preços.

Fonte: Elaboração própria a partir de SICSÚ (2003)

A partir dessa perspectiva, o pós-keynesianismo contrapõe-se ao paradigma convencional de disciplina monetária e controle inflacionário, postulando que elevações na taxa de juros atuam sobre os sintomas da inflação, não sobre suas causas subjacentes (SICSÚ, 2003). Tal medida para Sicsú (2003), ainda que possa inibir a repassagem de custos aos preços finais, permanece ineficaz frente às origens estruturais dos choques de custos.

Carvalho (2020) enfatiza que seu surgimento da inflação está profundamente ligado aos conflitos entre capital e trabalho, sobretudo em economias marcadas por estruturas

oligopolizadas e forte presença sindical. Nesses contextos, reajustes salariais obtidos por pressões sindicais são absorvidos pelas empresas e, em seguida, repassados aos preços finais, alimentando a espiral inflacionária. Esse processo, segundo Kalecki (1971), pode ocorrer antes de a economia atingir o pleno emprego (KALECKI, 1971; apud LÓPEZ; PUCHET; ASSOUS, 2009). Revelando como o conflito distributivo se manifesta por meio da formação de preços e da disputa por fatias da renda social.

Com a elevação da inflação, a moeda perde sua capacidade de funcionar como unidade de conta estável e reserva de valor confiável, comprometendo sua função institucional de coordenar contratos e decisões intertemporais. Diante da crescente incerteza quanto ao poder de compra futuro da moeda, os agentes econômicos passam a recorrer à indexação como forma de mitigar os efeitos da instabilidade sobre as obrigações contratuais (CARVALHO, 2020). A indexação emerge como um mecanismo de defesa, permitindo preservar, ao menos parcialmente, o valor real das rendas e pagamentos ao vincular reajustes a indicadores específicos de preços (CARVALHO, 2020)

Contudo, ao substituir parcialmente a moeda como unidade de conta, a indexação evidencia a fragilidade das instituições monetárias. A prática de indexar contratos, embora tenha o objetivo de garantir previsibilidade, fragmenta o sistema monetário ao legitimar múltiplas referências contratuais (CARVALHO, 2020). Essa multiplicidade de unidades de conta rompe com a função unificadora da moeda e acaba por institucionalizar os próprios conflitos distributivos que buscava contornar.

Além disso, a eficácia da indexação depende não apenas do índice utilizado, mas também dos prazos de reajuste e liquidação, o que introduz defasagens (*lags*) entre o aumento dos preços e os ajustes de renda (CARVALHO, 2020). Tais defasagens geram perdas reais, especialmente em contextos de inflação acelerada, tornando a proteção oferecida pelos contratos indexados apenas parcial (CARVALHO, 2020).

Essa assimetria se agrava quando se considera o descompasso entre a lógica contratual, baseada na inflação passada, e a formação de preços correntes, guiada por expectativas de inflação futura. Empresas, especialmente as que operam em mercados oligopolizados, ajustam seus *markups* com base na expectativa de aumentos de custos,

buscando se antecipar aos efeitos inflacionários e preservar margens de lucro (CARVALHO, 2020). Quando choques inesperados, de oferta ou de expectativas, rompem a continuidade entre passado e futuro, esse sistema de indexação entra em colapso. O resultado pode ser a transição para um regime de hiperinflação.

Assim, para Carvalho (2020) a hiperinflação configura-se como o estágio em que as instituições monetárias e contratuais perdem funcionalidade, e os mecanismos de indexação se tornam incapazes de proteger as partes envolvidas. As taxas de inflação tornam-se tão elevadas e sua aceleração tão intensa, que não há tempo hábil para que surjam inovações institucionais capazes de restabelecer a confiança. Nesse cenário, os contratos deixam de oferecer previsibilidade, a coordenação econômica entra em colapso, e os agentes passam a operar exclusivamente em horizontes de curto prazo. A hiperinflação, portanto, não é apenas uma inflação extrema, mas a expressão da falência do regime contratual e do colapso das instituições que sustentavam a ordem monetária e a estabilidade distributiva.

A partir da perspectiva pós-keynesiana, a análise macroeconômica é estruturada com base no papel central da moeda, das instituições e da presença da incerteza radical, elementos que a diferenciam de forma substancial das abordagens neoclássicas. Enquanto a teoria neoclássica opera sob os pressupostos de racionalidade perfeita, expectativas racionais e neutralidade da moeda no longo prazo, os pós-keynesianos rejeitam tais premissas, argumentando que a moeda é não neutra tanto no curto quanto no longo prazo e que suas dinâmicas influenciam diretamente variáveis reais, como produto e emprego.

No que se refere à inflação, a abordagem pós-keynesiana desloca o foco da demanda agregada, para uma análise mais ampla, que inclui determinantes distributivos, estruturais e institucionais. Nesse sentido, destaca-se o papel dos custos de produção, da estrutura de mercado e dos conflitos distributivos como fontes relevantes de pressões inflacionárias, reconhecendo que a inflação pode emergir de múltiplos vetores, e não apenas de excessos de demanda.

1.2.2 Inflação Estrutural

A inflação estrutural é uma abordagem desenvolvida principalmente por economistas latino-americanos (como Celso Furtado, Juan Noyola V. e Osvaldo Sunkel) para explicar a inflação persistente em economias em desenvolvimento a partir de desequilíbrios e rigidez da estrutura produtiva e social desses países. Diferentemente das teorias convencionais que atribuem a inflação a erros de política monetária ou fiscal, o estruturalismo argumenta que a alta crônica de preços decorre de limitações e estrangulamentos inerentes ao processo de desenvolvimento econômico (SUNKEL, 1958).

Em sua formulação, a teoria estruturalista identifica pressões inflacionárias básicas originadas pela incapacidade de certos setores suprirem o aumento da demanda, pressões circunstanciais (choques externos ou sazonais) e pressões acumulativas (decorrentes das distorções geradas pelo próprio processo inflacionário). Um exemplo de pressão estrutural é o estrangulamento agrícola, à medida que a industrialização e o êxodo rural elevam a renda e a demanda por alimentos nas cidades, a oferta interna de produtos agrícolas não acompanha o mesmo ritmo (FURTADO, 1959). Fatores como a concentração fundiária, técnicas agrícolas atrasadas e dificuldade de importação de alimentos (devido a restrições no balanço de pagamentos) impedem o ajuste da oferta. Conseqüentemente, os preços dos alimentos sobem de forma persistente, impulsionando o índice geral de preços.

Como os gastos com alimentação ocupam parcela importante do orçamento das famílias, a inflação resultante tem forte impacto social. Outro estrangulamento estrutural típico está no setor externo, países periféricos frequentemente dependem da exportação de poucos produtos primários e precisam importar bens de capital e insumos (FURTADO, 1959). Oscilações nos preços internacionais ou na disponibilidade de divisas geram crises externas que obrigam a depreciações cambiais periódicas, tornando as importações mais caras e alimentando novas rodadas inflacionárias. Assim, gargalos no setor externo se traduzem em inflação interna via taxa de câmbio.

Importante ressaltar que, para os estruturalistas, a inflação estrutural não é autolimitante, pelo contrário, tende a se prolongar e acelerar na ausência de reformas. Isso porque existem mecanismos de propagação estrutural de cada país, que podem garantir a continuidade do processo inflacionário inicial (NOYOLA, 1957). O principal mecanismo

apontado é o conflito distributivo em um contexto de rigidez institucional. Uma vez que um choque inicial eleva determinados preços (por escassez setorial ou desequilíbrio externo), outros agentes econômicos buscarão defender seu nível de renda real reajustando salários e preços sob seu controle, generalizando a inflação. Por exemplo, se o preço dos alimentos sobe devido a um choque agrícola, trabalhadores urbanos podem demandar aumentos salariais para compensar a perda de poder aquisitivo, as indústrias, por sua vez, repassam o aumento de custos salariais a seus preços, já o governo, com arrecadação tributária real erodida pela inflação, recorre à emissão de moeda para financiar seus gastos, alimentando ainda mais a demanda nominal (FURTADO, 1959).

Nesse ciclo, a inflação torna-se um instrumento pelo qual se redistribui renda de forma não planejada entre grupos. Celso Furtado chegou a afirmar que a inflação nos países subdesenvolvidos é fundamentalmente um mecanismo de resolução de conflitos de repartição do produto real, transferindo renda de uns grupos para outros conforme sua capacidade de se proteger da alta de preços (FURTADO, 1959).

A implicação política da teoria estruturalista da inflação é que medidas ortodoxas convencionais (como recessão induzida) são ineficazes ou excessivamente custosas, sendo necessário adotar reformas estruturais para remover os gargalos, como a reforma agrária e modernização agrícola para aumentar a oferta de alimentos, políticas industriais e tecnológicas para diversificar a produção e as exportações, reformas fiscais para reduzir a dependência de emissão monetária, e mecanismos de coordenação salarial para moderar a propagação inflacionária.

Nos anos 1960, essa escola influenciou políticas econômicas na América Latina, embora com resultados mistos. No Brasil, o diagnóstico estruturalista foi bastante utilizado para explicar a inflação resistente dos anos 1950 e início dos 60, embora a partir do fim dos 80 tenha sido complementado pela noção de inflação inercial. Em todo caso, a inflação estrutural permanece um conceito-chave na interpretação heterodoxa, enfatizando que a inflação de longa duração em economias emergentes envolve raízes profundas no processo de desenvolvimento e na estrutura socioeconômica.

1.3 CONTRAPONTO ENTRE AS CORRENTES TEÓRICAS ORTODOXAS E HETERODOXAS

Contrapor as visões teóricas que embasam políticas econômicas é importante para compreender os limites e potencialidades das estratégias adotadas frente à inflação em contextos específicos. Assim, a teoria ortodoxa, conforme já denunciado por Hahn (1984; apud CARVALHO, 2020), carece de uma explicação efetiva sobre o funcionamento concreto dos mercados. Ela se limita a descrever seus resultados sob condições ideais, sem oferecer fundamentos sobre as razões pelas quais os mercados funcionam ou deixam de funcionar adequadamente. Dessa limitação decorre um tratamento improvisado e desconectado do núcleo teórico (*ad hoc*) dado às falhas de mercado nos modelos neoclássicos, onde tais falhas são abordadas como exceções justificativas, sem integração orgânica aos seus princípios fundamentais (CARVALHO, 2020).

Em oposição a essa abordagem, os pós-keynesianos retomam as bases originais do pensamento de Keynes, embora avancem em direções analíticas distintas (CARVALHO, 2020). Uma de suas contribuições centrais é reconhecer a relevância das instituições e da incerteza na dinâmica econômica, especialmente em contextos inflacionários. Diferentemente da ortodoxia, que pressupõe expectativas racionais homogêneas, os pós-keynesianos destacam que, em um ambiente de inflação elevada, a incerteza se intensifica e compromete a capacidade dos agentes de formular estratégias intertemporais consistentes.

A tradição heterodoxa ressalta a necessidade de uma leitura multifacetada da inflação, considerando elementos como choques de custos, conflitos distributivos e fatores estruturais, o que implica em abordagens que vão além da simples contração monetária (CAMPEDILLI; LACERDA, 2014; SICSÚ, 2003). Já a abordagem ortodoxa, predominante em bancos centrais e organismos multilaterais, sustenta que a inflação resulta, principalmente, do excesso de demanda e da desancoragem das expectativas, propondo políticas de elevação de juros e austeridade fiscal como mecanismos prioritários de controle (CAMPEDILLI; LACERDA, 2014).

Essa divergência de diagnóstico repercute diretamente nas prescrições de política econômica. Enquanto os ortodoxos no Brasil, ao longo do tempo, deram mais importância ao diagnóstico de demanda, defendendo a disciplina monetária e fiscal para sinalizar credibilidade e combater pressões inflacionárias, os heterodoxos advogam por instrumentos complementares, como pactos de rendas, políticas salariais moderadoras e ações para desindexar a economia. O caso dos planos Cruzado e Bresser, inspirados na teoria da inflação inercial, ilustra essa perspectiva. Apesar da redução inflacionária no curto prazo, seu fracasso subsequente foi interpretado pelos ortodoxos como consequência da ausência de fundamentos fiscais e monetários sólidos, ao passo que os heterodoxos o atribuíram à dificuldade de sustentar o congelamento diante de choques e pressões distributivas (ARIDA; RESENDE, 1986).

Outro ponto de fricção reside na interpretação sobre os efeitos da política monetária. Campedelli, Lacerda (2014) e Bresser-Pereira (1996) argumentam que políticas restritivas podem ser ineficazes quando a inflação decorre de choques de oferta ou da rigidez de mecanismos de indexação. Nessas circunstâncias, o aumento dos juros tende a provocar recessão e desemprego, sem necessariamente atingir o núcleo do problema inflacionário.

Em contraste, para autores que defendem os pressupostos mais convencionais, tal como Fraga (2011), considera que a política monetária deve manter o foco exclusivo na estabilidade de preços, sendo a melhor contribuição que pode oferecer ao desenvolvimento, uma vez que inflação alta desorganiza a economia e penaliza principalmente os mais pobres. Embora teóricos ortodoxos reconheçam pressões de custos, essas deveriam restringir-se somente a alterações temporárias de preços relativos, sem desencadear processos inflacionários sustentados (CASTRO, 2016). Consequentemente, economias com inflação crônica indicariam ação ou convivência estatal via políticas monetárias passivas (CASTRO, 2016). A ortodoxia conclui que o controle inflacionário exige necessariamente ajuste fiscal associado à restrição monetária.

A questão da credibilidade é outro ponto relativo. Para a ortodoxia, a eficácia da política monetária depende de regras claras, metas bem definidas e da independência do Banco Central, como forma de domar as expectativas inflacionárias. A heterodoxia, por sua

vez, reconhece o papel das expectativas, mas enfatiza a necessidade de coordenação institucional e pactos sociais mais amplos, como os observados em experiências internacionais (por exemplo, o Pacto de Moncloa na Espanha).

A interpretação dos resultados históricos também se dá sob lentes distintas. Os ortodoxos destacam que o sucesso do Plano Real, ao combinar desindexação, ajuste fiscal e disciplina monetária, demonstra a superioridade de seu modelo. Já os heterodoxos reconhecem os méritos do plano, mas sublinham que ele incorporou elementos de suas teses, como o uso da URV para romper a inércia inflacionária. Além disso, criticam o custo social das metas de inflação rígidas, que muitas vezes implicaram queda do PIB e aumento do desemprego para garantir o cumprimento de metas ambiciosas (SAWAYA, 2017).

Por fim, enquanto os ortodoxos veem a inflação como o mal maior a ser combatido a qualquer custo, os heterodoxos alertam para os efeitos colaterais de um regime excessivamente centrado no controle de preços, em detrimento de objetivos como crescimento, pleno emprego e equidade. A experiência brasileira, marcada por sucessivos planos de estabilização e ciclos de aperto monetário, revela a importância de se considerar múltiplos vetores inflacionários e de buscar respostas integradas que não comprometam o desenvolvimento de longo prazo.

Para entender melhor como foram discutidos os processos inflacionários no Brasil a partir dos anos 1980, a sua conjuntura econômica e as características e diagnósticos utilizados em cada Governo desde então, os próximos capítulos (2 e 3) terão esta finalidade.

CAPÍTULO 2: ANÁLISE DA CONJUNTURA ECONÔMICA BRASILEIRA (1980-1992)

O presente capítulo tem como propósito examinar a conjuntura da economia brasileira no período compreendido entre 1980 e 1992, com especial atenção à evolução do fenômeno inflacionário e às principais variáveis que moldaram seu comportamento durante o período da hiperinflação no Brasil. A abordagem será organizada de maneira cronológica, de modo a permitir a compreensão sistemática das transformações políticas e econômicas que influenciaram o padrão inflacionário em seus respectivos contextos históricos. A análise será estruturada em tópicos temáticos principais. Inicialmente, será abordado o contexto prévio à década de 1980, destacando-se as características econômicas e institucionais que contribuíram para a escalada inflacionária subsequente.

No segundo, será examinada a estrutura político-econômica brasileira dos anos 1980, enfatizando o embate entre as correntes ortodoxas e heterodoxas no interior da formulação de políticas públicas, as consequências da dívida externa frente às adversidades impostas pelos choques internacionais, bem como as especificidades da inflação inercial que caracterizou a experiência brasileira nesse período. O terceiro tratará dos sucessivos planos de estabilização econômica, o Plano Cruzado, o Plano Bresser e o Plano Verão e os Planos Collor I e II, discutindo suas concepções teóricas, seus objetivos declarados e os resultados efetivamente alcançados, considerando as dinâmicas políticas e econômicas que condicionaram seus respectivos sucessos ou fracassos.

2.1) Características Econômicas Brasileiras anteriores à década de 1980

A década de 1980 no Brasil foi precedida por uma rápida acumulação de dívida externa durante os anos 1970, que estabeleceu as bases para muitas das dificuldades econômicas subsequentes. Essas dificuldades, podem ser apresentadas por fatores estruturais do período do "Milagre Econômico" (1968-1973), onde o crescimento econômico foi concomitantemente acompanhado por uma progressiva dependência estrutural do petróleo na matriz energética brasileira. Essa vulnerabilidade materializou-se primordialmente na vertente importadora, com a dependência externa elevando-se acentuadamente de 59% do consumo interno em 1967 para 81% em 1973, configurando um

cenário crítico de exposição às flutuações geopolíticas e cambiais (HERMANN, 2016, p.74).

Após o chamado "Milagre Econômico" (1968-1973), o país adotou uma estratégia de crescimento financiado por capital externo durante o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND, 1975-1979). Essa estratégia, descrita nos documentos do II PND, assumia altas taxas de investimento e visava manter o crescimento econômico na faixa de 10% ao ano, mesmo diante do primeiro choque do petróleo em 1973 e das restrições do balanço de pagamentos (CARNEIRO NETTO, 2014; HERMANN, 2016). De fato, entre 1974 e 1979 a economia brasileira cresceu em média 6,8% ao ano, sustentada por amplos empréstimos externos (muitos deles contraídos por empresas estatais com garantia do governo) (CARNEIRO NETTO, 2014, p.256). Em consequência, a dívida externa brasileira aumentou de forma vertiginosa, apenas entre 1974 e 1977, o estoque da dívida cresceu em aproximadamente US\$18 bilhões, e novamente outro acréscimo similar de US\$18 bilhões ocorreu nos dois anos seguintes, 1978-1979 (CARNEIRO NETTO, 2014, p.270).

Esse rápido endividamento foi catalisado por fatores externos adversos e decisões de política interna. No âmbito internacional, o segundo choque do petróleo (1979) elevou os preços do petróleo e pressionou a balança comercial, enquanto a política monetária restritiva nos Estados Unidos levou à alta acentuada das taxas de juros internacionais no final da década de 1970 e início de 1980. Como resultado, o custo do serviço da dívida disparou, os pagamentos anuais de juros externos pelo Brasil, que eram da ordem de US\$ 600 milhões no começo da década de 1970, saltaram para US\$ 2,7 bilhões em 1978 e chegaram a aproximadamente US\$ 4,2 bilhões no primeiro ano do governo Figueiredo (1979) (CARNEIRO NETTO, 2014, p.256). Assim, a acumulação da dívida externa durante a década de 1970 e início da década de 1980 derivou fundamentalmente da deterioração sustentada dos termos de troca, impulsionada pelos choques petrolíferos, pelas abruptas alterações nas taxas de juros internacionais (particularmente em 1979 e 1981) e a recessão global delas decorrente (ARIDA; RESENDE, 1986).

No âmbito doméstico, as políticas econômicas do final dos anos 70 também contribuíram para o agravamento do endividamento. Em vez de ajustar a economia imediatamente após o segundo choque do petróleo, o governo brasileiro inicialmente optou por adotar medidas para “ignorar” a crise externa e manter o crescimento. Entre agosto de 1979 e outubro de 1980, a administração do general João Figueiredo experimentou uma política econômica heterodoxa que postergou o ajuste externo, controlou artificialmente as taxas de juros domésticas em patamares baixos, ampliou os mecanismos de indexação salarial e realizou desvalorizações cambiais moderadas e prefixadas, numa tentativa de conter expectativas inflacionárias sem recorrer ao choque ortodoxo imediato (CARNEIRO NETTO, 2014). Essa estratégia visava estimular a demanda e o crescimento apesar do cenário externo adverso. Contudo, a falta de confiança dos credores internacionais nesta abordagem, e sua recusa em continuar financiando o experimento, resultou em forte perda de reservas cambiais em 1980.

Simultaneamente, a manutenção de juros baixos e expansão do crédito interno alimentou um rápido crescimento do consumo, deteriorando o balanço de pagamentos e ampliando ainda mais a necessidade de financiamento externo (CARNEIRO NETTO, 2014). Diante da exaustão das reservas e do desequilíbrio externo crescente, o governo foi forçado a reverter bruscamente a política macroeconômica no final de 1980, abandonando a expansão e adotando medidas de austeridade e ajuste ortodoxo a partir de 1981.

Por fim, vale ressaltar, que ao longo do processo de endividamento (especialmente o externo) no final dos anos 1970, o governo brasileiro não elevou na mesma proporção a receita pública disponível para arcar com os novos compromissos financeiros, ao contrário, concedeu subsídios e isenções que reduziram a carga tributária efetiva, entre 1973 e 1983, a receita disponível do setor público (receitas tributárias + outras receitas correntes líquidas menos transferências e subsídios) caiu de 16,8% para apenas 8,7% do PIB. Essa combinação, dívida externa alta e arrecadação em queda, levou ao aumento do endividamento interno, com emissão de títulos públicos para cobrir déficits, criando um sério desequilíbrio fiscal estrutural (CARNEIRO NETTO, 2014, p.262).

2.2 Estrutura política e econômica do Brasil nos anos 1980

A conjuntura econômica e política do Brasil nos anos 1980 caracterizou-se por tensões estruturais e processos transitórios. À permanência do regime militar na fase inicial da década (comandada pelo General João Figueiredo entre 1979-1985), já a segunda metade viu a transição para a democracia, com a chamada Nova República inaugurada em 1985. Essa transição política alterou o processo decisório econômico, antes concentrado no núcleo tecnocrático-militar, passou a envolver novos atores civis, partidos políticos e pressões populares por medidas imediatas de alívio econômico, especialmente no combate à inflação galopante (CARNEIRO NETTO; MODIANO, 2014).

No início dos anos 1980, durante o governo Figueiredo, a estrutura econômica ainda refletia o modelo de substituição de importações e forte intervenção do Estado, herdado das décadas anteriores. O Estado era proprietário de numerosas empresas estatais em setores-chave (energia, telecomunicações, siderurgia, etc.) e atuava ativamente na regulação de preços de serviços públicos e na administração de divisas (CARNEIRO NETTO; MODIANO, 2014).

A economia apresentava baixa abertura comercial e dependência de insumos importados (notadamente o petróleo). Com o choque externo de 1979-1980 e o aumento da dívida descrito na seção anterior, o governo se viu diante de dilemas de política econômica. Por um lado, havia a necessidade de promover um ajuste ortodoxo para corrigir os desequilíbrios externo e interno, por outro, existiam pressões políticas e receios de aprofundar a recessão.

No governo Figueiredo, foram identificados fortes conflitos internos entre as correntes ortodoxa e desenvolvimentista, refletindo disputas constantes na própria equipe econômica. De um lado, a ala ortodoxa defendia rigor fiscal e monetário (inicialmente sob a liderança do ministro Mário Henrique Simonsen e, depois, de Ernane Galvêas), de outro, os desenvolvimentistas, ligados ao influente Ministro Antônio Delfim Netto a partir de 1979, priorizavam estímulos à atividade para evitar recessões (GASPARI, 2004). Esse embate resultou em uma política econômica instável e por vezes contraditória, marcada pelo ciclo “*stop and go*”, no qual momentos de austeridade eram seguidos por breves alívios expansionistas (GASPARI, 2004). Essa dinâmica contribuiu para a falta de continuidade e

coerência na condução econômica, prejudicando a eficácia das medidas anti-inflacionárias no início da década.

Diante do estrangulamento externo ocorrido em 1979, Delfim Netto diagnosticou um desajuste nos preços relativos e, com o objetivo de deslocar a demanda para bens domésticos e estimular as exportações, adotou medidas que incluíram uma contração monetária e uma maxidesvalorização cambial de 30% em dezembro daquele ano (HERMANN, 2016, p.87). Essas ações, somadas ao reajuste de tarifas, aceleraram significativamente a inflação, que passou de 38% para 93% ao ano (HERMANN, 2016, p.87). Como resposta ao aumento inflacionário, implementou-se a indexação semestral dos salários, com reposição incompleta, além da prefixação da correção monetária (que corrigia contratos em geral) em níveis inferiores à inflação efetiva (HERMANN, 2016). Contudo, tais mecanismos, ao buscarem induzir expectativas de desaceleração inflacionária, acabaram consolidando um sistema generalizado de indexação, realimentando continuamente a inflação e gerando uma persistente inércia inflacionária devido à recorrente correção de preços com base nas perdas anteriores.

Em agosto de 1982, com a declaração da moratória no pagamento da dívida externa do México, desencadeou-se uma Crise da Dívida que varreu a América Latina. Esse evento teve efeito dominó, os bancos internacionais, expostos a empréstimos em países em desenvolvimento, interromperam abruptamente a oferta de novos créditos à região. Para o Brasil, que já lutava para fechar suas contas externas, a notícia representou o corte de sua linha de financiamento (HERMANN, 2016).

Assim, o governo brasileiro foi obrigado a iniciar negociações emergenciais com o Fundo Monetário Internacional (FMI) e com bancos credores privados, para evitar que o Brasil também entrasse em moratória. Em finais de 1982 e ao longo de 1983, o país recebeu empréstimos de emergência e contratou um acordo *stand-by* com o FMI. Em troca, o Brasil comprometeu-se com um programa severo de ajuste, detalhado no chamado “Programa para o Setor Externo em 1983”, que previa, por exemplo, alcançar um superávit comercial de US\$ 6 bilhões em 1983 mediante aumento de 9,5% nas exportações e corte de 17% nas importações (CARNEIRO NETTO; MODIANO, 2014, p.268). Na prática, isso significou

profunda compressão de importações e um câmbio altamente desvalorizado. Em 1985, ocorre uma mudança fundamental, o regime militar chega ao fim e, após a eleição indireta e morte de Tancredo Neves, assume a Presidência o vice José Sarney. A Nova República trouxe um ambiente de abertura política, com legalização de partidos, uma imprensa mais livre e a convocação de uma Assembleia Nacional Constituinte em 1987-1988.

No entanto, o novo governo Sarney herdou uma economia em desordem, inflação anual da ordem de três dígitos, forte indexação de preços e salários, contas públicas desequilibradas e a necessidade de renegociar a dívida externa em meio à crise latino-americana da dívida (CARNEIRO NETTO; MODIANO, 2014). A legitimidade política do governo civil e a expectativa de mudança geraram, de um lado, pressão popular por soluções imediatas para a inflação, e de outro, divergências ideológicas sobre os rumos da política econômica.

A estrutura institucional também evoluiu ao longo da década, afetando o controle inflacionário. Durante o governo Sarney, intensificou-se o processo de indexação generalizada da economia (CARVALHO, 2014). Dessa forma, no Brasil, desde meados dos anos 1960, implantaram-se diversos mecanismos formais de correção monetária e salarial, como contratos de aluguel com indexação, títulos públicos e depósitos bancários corrigidos monetariamente, além de políticas de salário mínimo e contratos de trabalho que incorporavam reajustes periódicos (semestrais, e posteriormente trimestrais) atrelados a índices de preços (CARVALHO, 2014).

Assim, mesmo quando a economia sofria um choque inflacionário inicial (por exemplo, um aumento do preço do petróleo ou uma maxidesvalorização cambial), seus efeitos eram rapidamente difundidos e incorporados a praticamente todos os preços da economia via indexação. Além disso, agentes econômicos, empresas, sindicatos, governo, passaram a antecipar a inflação futura baseando-se na trajetória recente, estabelecendo preços preventivamente mais altos para não terem perdas reais (MODIANO, 2014)

Na Nova República, paradoxalmente, a tentativa de estabilizar a inflação em 1985 levou a uma ampliação da indexação, após um fracassado “pacote anti-inflacionário” em março de 1985, o governo, sob o novo ministro Dílson Funaro, passou a corrigir preços

públicos e salários com base na inflação corrente mensal, buscando evitar atrasos de reajuste e reduzir a chamada memória inflacionária (CARNEIRO NETTO; MODIANO, 2014). Essa política implicava que tarifas e câmbio fossem ajustados quase automaticamente à inflação do mês, tornando a alta de preços mais disseminada, uma característica estrutural da economia daquele momento. De fato, já em meados dos anos 80 a inflação brasileira mostrava-se insensível aos choques de oferta e à atividade econômica, pois a indexação assegurava repasses constantes (CARNEIRO NETTO; MODIANO, 2014). Por exemplo, mesmo com a forte retração econômica de 1981-83 e até colheitas agrícolas favoráveis em 1984, a inflação permaneceu em patamares elevados e praticamente estáveis (CARNEIRO NETTO; MODIANO, 2014).

Tabela 1 - Índice nacional de preços ao consumidor (IPCA) geral - Mensal (1981-1984)

Mês	1981 (%)	1982 (%)	1983 (%)	1984 (%)
Janeiro	6,84	6,97	8,64	9,67
Fevereiro	6,4	6,64	7,86	9,5
Março	4,97	5,71	7,34	8,94
Abril	6,46	5,89	6,58	9,54
Mai	5,56	6,66	6,48	9,05
Junho	5,52	7,1	9,88	10,08
Julho	6,26	6,36	10,08	9,72
Agosto	5,5	5,97	9,11	9,35
Setembro	5,26	5,08	10,3	11,75
Outubro	5,08	4,44	8,87	10,44
Novembro	5,27	5,29	7,38	10,53
Dezembro	5,93	7,81	8,68	11,98
Média Anual	5,75	6,16	8,43	10,05

Fonte: Elaboração própria com dados do IPEADATA

A evidência empírica no Brasil apoiava a visão de uma inflação predominantemente inercial na primeira metade dos anos 1980. Durante 1981-1983, o país enfrentou uma severa recessão devido às políticas contracionistas, com elevado desemprego e ampla capacidade ociosa. Pela ótica tradicional monetarista, era de se esperar uma desaceleração

significativa da inflação sob tamanho desaquecimento da demanda. Porém a inflação não deu sinal de recuo, permaneceu na casa dos 100% ao ano nesse período, chegando a quase 230% no final de 1984 (ARIDA; RESENDE, 1986). A resistência da inflação fez com que alguns especialistas acreditem erroneamente que de 1981-84 não houve o ajustamento e reversão do déficit fiscal.

De acordo com Lara Resende e Pécio Arida (1986), na tentativa de justificar a inoperância dos ajustes de austeridades, a inflação brasileira nos anos 80 passou por falsos conceitos que não conseguiram explicá-la por completo, nesse sentido alguns analistas econômicos negavam que as medidas de austeridades tinham falhado em reduzir a inflação, acreditavam que esse processo passaria por etapas e que se a austeridade fosse segura por um período suficiente, ela cederia no longo prazo. O principal problema dessa teoria destacada pelos autores (ARIDA; RESENDE, 1986), é a indeterminação da defasagem temporal em que contração monetária afetaria a inflação, transformando a teoria em mais um ato de fé e não em uma base sólida para políticas econômicas (ARIDA; RESENDE, 1986).

Adicionalmente, em 1984, quando a economia se recuperou (PIB +5,4%) e houve um choque favorável de oferta, uma safra agrícola excepcional, com aumentos de produção de itens básicos (arroz, feijão, milho, batata) entre 13% e 66% (CARNEIRO NETTO; MODIANO, 2014, p.276), ainda assim não se observou moderação inflacionária. Os preços agrícolas no atacado subiram praticamente na mesma proporção que os preços industriais naquele ano (CARNEIRO NETTO; MODIANO, 2014).

Segundo Modiano (1985), os preços agrícolas estavam fortemente atrelados à taxa de câmbio, cujos reajustes a partir de novembro de 1983 se equiparavam mensalmente à correção monetária e à taxa de inflação do mês em curso, e ao índice geral de preços, através da política de correção dos preços mínimos. Nestas condições os preços agrícolas se tornavam menos dependentes das condições de oferta e demanda, e mais dependentes da inércia inflacionária. (CARNEIRO NETTO; MODIANO, 2014, p.277)

Durante a década de 1980, o Brasil conviveu com déficits públicos significativos, financiados em boa parte pela emissão de moeda e de títulos indexados, ou seja, a dívida interna aumentou (MODIANO, 2014). Mesmo quando o déficit nominal era controlado ou transformado em superávit operacional, como ocorreu entre 1983 e 1984, quando um forte

ajuste eliminou o déficit operacional do setor público, a inflação não cedeu. De acordo com Modiano (2014), isso evidenciava que a dinâmica inflacionária possuía componentes além do fiscal, ligados ao aspecto institucional (indexação) e comportamental, baseado nas expectativas adaptativas de alta de preços.

De fato, a persistência da inflação apesar do arrocho de 1981-83 levou a uma revisão do diagnóstico tradicional. Como colocado por autores como Resende e Arida (1986), era necessária uma abordagem que desativasse o mecanismo inercial. Em outras palavras, seria preciso um choque heterodoxo, que iria inspirar os próximos planos de contenção da inflação nos anos seguintes. A inflação brasileira, portanto, apresentava uma dinâmica própria, distinta de meras expansões monetárias, tratava-se de uma inflação crônica e indexada, que exigia uma terapia de choque específica para ser controlada (ARIDA; RESENDE, 1986).

2.3 Planos de estabilização monetária: Plano Cruzado (1986), Plano Bresser (1988) e Plano Verão (1989), Planos Collor I e II (1990-1992)

Diante da escalada inflacionária e do diagnóstico de inflação inercial, o governo brasileiro implementou, na segunda metade dos anos 1980, uma sequência de planos de estabilização que combinavam medidas ortodoxas e heterodoxas para tentar debelar a inflação. Os três principais planos do período Sarney, Plano Cruzado (1986), Plano Bresser (1987) e Plano Verão (1989), constituem a chamada "ópera dos três cruzados" - em alusão à nova moeda, o Cruzado - segundo Modiano (2014).

Embora distintos em detalhes, partilhavam da ideia de utilizar congelamento de preços e reformas monetárias para romper a inércia inflacionária. O Plano Cruzado, implementado em fevereiro de 1986, durante o governo José Sarney, foi uma estratégia heterodoxa de estabilização inspirada na teoria da inflação inercial desenvolvida por economistas brasileiros e na experiência do Plano Austral adotado na Argentina em 1985 (CASTRO, 2016; MODIANO, 2014). Os formuladores do Cruzado, diagnosticaram que a persistência inflacionária no Brasil resultava da indexação generalizada e de uma "memória inflacionária" que perpetuava reajustes de preços e salários mesmo sem novos choques.

Nessa perspectiva, seria necessário um choque para romper a inércia e viabilizar uma desinflação duradoura (MODIANO, 2014).

Para interromper a inflação inercial, o plano lançou um amplo conjunto de medidas. Houve uma reforma monetária com a criação de uma nova moeda, o Cruzado (Cz\$), equivalente a 1.000 cruzeiros. Em seguida, decretou-se o congelamento geral de preços de bens e serviços e dos salários, suspendendo os reajustes indexados (CASTRO, 2016; MODIANO, 2014). Implementou-se também a desindexação da economia, com a eliminação de títulos públicos indexados e a proibição temporária de correção monetária em contratos de curto prazo, para cessar a propagação automática da inflação passada (CASTRO, 2016; MODIANO, 2014).

O Plano Cruzado instituiu nova moeda (Cr\$1.000 = Cz\$1) visando fortalecer sua percepção e permitir intervenção contratual, congelando preços e câmbio em fevereiro de 1986, sob fiscalização popular via Tabela SUNAB⁴ (CASTRO, 2016). Paralelamente, desindexou-se a economia, extinguíram-se ORTNs⁵, criaram-se OTNs⁶ congeladas e proibiu-se indexação de contratos inferior a um ano, utilizando-se 'Tablita'⁷ diária para conversão de obrigações em cruzeiros, objetivando neutralizar expectativas inflacionárias (CASTRO, 2016). Salários foram convertidos pela média semestral anterior e congelados, com reajustes anuais limitados a 60% da inflação, complementados por abonos (8%-16%) e 'gatilho salarial' (correção automática ao acumular 20% de inflação), embora com teto de 20% por ajuste (CASTRO, 2016, p.110).

Cadernetas de poupança foram reajustadas pela média geométrica e para rendimentos trimestrais, enquanto o IPCA teve seu período de apuração alterado para evitar

⁴ A Superintendência Nacional de Abastecimento e Preços (SUNAB) elaborava uma lista oficial de preços, cuja observância ficava sob fiscalização direta da população, então denominada "fiscal do presidente". O descumprimento desse tabelamento sujeitava as instituições a multas, aplicadas após denúncia pública, caracterizando tal infração como um "crime contra a economia popular" (CASTRO, 2016).

⁵ Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), criadas em 1964 no PAEG, eram títulos públicos indexados à inflação que cumpriam dois objetivos centrais: Financiar o déficit fiscal com correção monetária garantida e formalizar a indexação da economia, servindo de referência para reajustes de contratos e salários. Seu mecanismo de atualização automática reduzia incertezas de credores, mas institucionalizou a inércia inflacionária ao propagar reajustes passados (mais informações, ver ABREU, 2014)

⁶ As Obrigações do Tesouro Nacional (OTNs), que substituíram as antigas ORTNs, tiveram seus valores congelados por um período de um ano, conforme estabelecido pelo Plano Cruzado.

⁷ O mecanismo da Tablita promoveu a conversão de valores monetários com base em uma taxa diária de 0,45%, calculada a partir da média da inflação diária, entre dezembro de 1985 e fevereiro de 1986.

contaminação inflacionária. Os efeitos iniciais do Plano Cruzado foram positivos, a inflação, que antes do plano ultrapassava os 10% ao mês, caiu para cerca de 1% e manteve-se nesse patamar baixo ao longo de 1986 (MODIANO, 2014). A súbita estabilidade de preços, combinada ao aumento do poder de compra trazido pelos abonos salariais, acelerou o crescimento econômico e provocou um boom de consumo (CASTRO, 2016).

Entretanto, a partir do final de 1986, surgiram desequilíbrios que comprometeram a sustentabilidade do Cruzado. O congelamento prolongado cristalizou distorções de preços relativos, empresas que reajustaram seus preços antes do plano obtiveram ganhos, enquanto outras ficaram com preços congelados abaixo dos custos, desestimulando a produção de certos bens (CASTRO, 2016; MODIANO, 2014). Com a demanda aquecida e os preços fixos, houve desabastecimentos e mercados paralelos com ágio, pois produtores racionaram estoques diante de custos crescentes.

Muitos agentes, desconfiados da manutenção do congelamento, buscaram proteção em ativos reais, estocando mercadorias e adquirindo moeda forte temendo o retorno da inflação. Além disso, a ausência de ajuste fiscal rigoroso minou o plano, com gastos públicos altos e o câmbio ancorado drenando reservas, o país acabou declarando moratória da dívida externa em 1987 (MODIANO, 2014). Após a postergação de correções por motivos eleitorais, a inflação reprimida explodiu, superando os patamares pré-Cruzado e evidenciando o colapso do plano (CASTRO, 2016; MODIANO, 2014).

O fracasso do Plano Cruzado deixou lições importantes, evidenciou que, além do congelamento de preços, é imprescindível controlar o desequilíbrio fiscal e corrigir prontamente as distorções de preços relativos (CASTRO, 2016; MODIANO, 2014). A experiência demonstrou os riscos de adiar ajustes inevitáveis e a necessidade de planejar uma estratégia de saída para preservar a credibilidade após o choque inicial. Esses ensinamentos foram incorporados em iniciativas posteriores e auxiliaram na concepção do bem-sucedido Plano Real de 1994, cujo êxito duradouro contrasta com o fracasso do Cruzado.

Já o Plano Bresser, implementado em 12 de junho de 1987 durante o governo José Sarney, configurou-se como um programa de estabilização econômico híbrido, combinando medidas heterodoxas e ortodoxas para conter a inflação galopante da época. Nesse cenário, Luiz Carlos Bresser-Pereira assumiu o Ministério da Fazenda com a missão de evitar a hiperinflação e restaurar a estabilidade. Diferentemente do Cruzado, que buscava “inflação zero” por meio de congelamento amplo, o Plano Bresser não objetivava eliminar completamente a inflação nem extinguir a indexação, mas sim promover um choque deflacionário temporário e ajustes estruturais para reduzir sua trajetória.

As medidas adotadas foram abrangentes. Em termos heterodoxos, o plano decretou o congelamento de preços e salários por até 90 dias, a partir de 12/06/1987, para quebrar a inércia inflacionária. Antes do congelamento, porém, houve reajustes corretivos de preços públicos (tarifas de eletricidade, telefone, combustíveis, etc.) a fim de alinhar preços relativos e criar margem durante o congelamento, uma lição aprendida do Plano Cruzado, que não fizera esse realinhamento prévio (BRESSER-PEREIRA, 1993). Instituiu-se a Unidade de Referência de Preços (URP), um novo indexador trimestral, para orientar os reajustes salariais e de preços após o congelamento, substituindo o gatilho mensal e reduzindo a velocidade da reindexação (BRESSER-PEREIRA, 1993).

Em paralelo, medidas ortodoxas foram implementadas, a política monetária foi apertada com juros elevados, e a política fiscal buscou cortes de gastos e eliminação de subsídios (por exemplo, subsídios ao trigo e crédito agrícola) visando diminuir o déficit público (BRESSER-PEREIRA, 1993). Ademais, realizou-se uma desvalorização cambial, mantendo-se um regime de minidesvalorizações diárias, embora em ritmo reduzido no primeiro mês, para sinalizar menor inflação sem comprometer as contas externas (MODIANO, 2014). O plano também tinha metas explícitas, equilibrar o balanço de pagamentos, obtendo superávit comercial em 1987, e reduzir o déficit fiscal para cerca de 3,5% do PIB (MODIANO, 2014, p.299).

Os resultados no curto prazo foram inicialmente favoráveis, porém efêmeros. A inflação desacelerou de forma drástica logo após as medidas, o índice mensal, que atingiu 26% em junho de 1987, caiu para patamar de um dígito no mês seguinte, refletindo o efeito

do congelamento e da confiança inicial no plano (CASTRO, 2016, p.115; MODIANO, 2014). Esse alívio, entretanto, não se sustentou. Com o fim do congelamento e a flexibilização dos preços nos meses subsequentes, a inflação reprimiu voltou a acelerar, expondo a persistência da inércia inflacionária e a retomada de remarcações generalizadas. Ainda em dezembro de 1987, a taxa mensal já ultrapassava 14%, e a inflação anual fechou em 363,45%, a mais alta até então registrada no país, praticamente anulando os ganhos obtidos (MODIANO, 2014,).

Do lado fiscal, o ajuste ficou aquém do esperado, o déficit público recuou, mas encerrou 1987 em cerca de 5,4% do PIB, longe da meta de 3,5%, indicando dificuldades em conter gastos e ampliar receitas em um ambiente político conturbado (MODIANO, 2014, p.301). Por outro lado, o setor externo apresentou melhora significativa, impulsionado pela desvalorização cambial, o ano de 1987 registrou um superávit comercial, cumprindo parcialmente o objetivo de aliviar a restrição externa (MODIANO, 2014).

O Plano Bresser conseguiu ganhos temporários no combate à inflação e na balança comercial, mas fracassou em estabilizar de forma duradoura a economia brasileira. Apesar do desenho mais realista em comparação ao Cruzado, faltaram reformas estruturais e respaldo político para sustentar a disciplina fiscal e a desindexação após o choque inicial. A retomada inflacionária poucos meses depois minou a credibilidade do plano e levou à saída de Bresser-Pereira do Ministério da Fazenda ainda no final de 1987.

O episódio do Plano Bresser ilustra as dificuldades de se combater uma inflação crônica e inercial com medidas de emergência de curto prazo desacompanhadas de ajustes de longo prazo. Seu legado é geralmente avaliado como um esforço inovador, porém insuficiente, evidenciou a necessidade de combinar política monetária e fiscal rigorosas com o enfrentamento das fontes de inércia inflacionária, antecipando debates que seriam centrais nos planos de estabilização subsequentes no fim da década de 1980 e início dos anos 1990.

Em comparação com os Planos Cruzado e Bresser, o Plano Verão seguiu a mesma receita básica de choque heterodoxo, novo padrão monetário e congelamento generalizado de preços, a ponto de alguns autores o considerarem uma repetição das medidas do

Cruzado, trocando-se apenas a moeda (BRESSER-PEREIRA, 1989). No entanto, diferentemente do Plano Cruzado (1986) e do Plano Bresser (1987), o Plano Verão (1989) foi ainda mais radical na desindexação, não estabelecendo mecanismos de reajuste posteriores nem “gatilhos” de correção, ao passo que os planos anteriores previam algum tipo de regra de indexação após o congelamento (CASTRO, 2016; MODIANO, 2014).

Os resultados iniciais foram positivos no curto prazo, mas não se sustentaram, a inflação mensal caiu drasticamente logo após a implantação do plano, em fevereiro de 1989, a variação de preços ficou em torno de um percentual (CASTRO, 2016; MODIANO, 2014). Esse alívio, entretanto, durou pouco. Já em agosto de 1989 a inflação voltou a subir para cerca de 30% no mês, sinalizando a rápida perda de controle do processo inflacionário (CASTRO, 2016; MODIANO, 2014, p.309).

Várias causas explicam o fracasso do Plano Verão. Em primeiro lugar, a falta de credibilidade do governo, após sucessivos planos mal sucedidos, levou os agentes econômicos a perceberem as medidas como paliativas e temporárias. Além disso, com a eliminação dos indexadores oficiais e a ausência de coordenação das expectativas, os agentes passaram a adotar critérios próprios para os reajustes, antecipando uma alta futura nos preços.

A combinação entre a contração dos prazos e a expectativa inflacionária contribuiu para acelerar a inflação, que atingiu níveis mensais superiores a 80% no início da década de 1990 (CASTRO, 2016; MODIANO, 2014, p.309). Além disso, o ajuste fiscal prometido não se materializou de forma efetiva, gastos públicos não foram contidos conforme anunciado, o que manteve vivo o desequilíbrio fiscal. Sem o suporte fiscal, o governo se viu obrigado a prolongar a política de juros altíssimos para tentar segurar os preços, aumentando drasticamente o custo da dívida pública interna e agravando o déficit operacional do setor público (MODIANO, 2014).

Já em 15 de março de 1990, assumia a Presidência da República Fernando Collor de Mello, que se deparou com um cenário econômico extremamente adverso, caracterizado por uma inflação mensal superior a 80% e um nível crítico de reservas internacionais (ABREU; WERNECK, 2014). Diante desse quadro, tornou-se inevitável a adoção de um

ambicioso programa de estabilização econômica. O Plano Collor I foi anunciado no primeiro dia de governo, trazendo como ponto mais controverso a retenção compulsória de ativos financeiros pertencentes a pessoas físicas e jurídicas. Essa medida consistiu na conversão dos ativos em depósitos no Banco Central, com remuneração de 6% ao ano, correção pela inflação e devolução prevista em 12 parcelas mensais após um período de 18 meses (ABREU; WERNECK, 2014; CASTRO, 2016). Aproximadamente 80% dos ativos financeiros foram bloqueados, gerando uma contração abrupta de liquidez que, embora visasse reduzir a demanda agregada, também produziu um forte efeito-riqueza negativo na economia (ABREU; WERNECK, 2014).

Além do bloqueio de ativos, o plano previa um ajuste fiscal de proporções históricas, com a meta de transformar um déficit operacional do setor público de 8% do PIB em um superávit de 2% no mesmo ano, ou seja, uma correção equivalente a 10% do PIB (ABREU; WERNECK, 2014, p.315). Tal ajuste, combinado ao congelamento de preços e salários, buscava romper a inércia inflacionária que marcava o período, no entanto, as dificuldades de implementação se tornaram rapidamente evidentes. A forte retração da liquidez levou a situações dramáticas para famílias e empresas, o que gerou intensa pressão política. Como consequência, em poucas semanas, diversas medidas de flexibilização do bloqueio foram adotadas, promovendo uma rápida recomposição da liquidez, que, por sua vez, comprometeu a eficácia do ajuste. Paralelamente, erros na condução do congelamento de preços e salários, como o abandono precoce da política de prefixação da inflação para reajustes salariais, agravaram a situação.

Já no segundo trimestre de 1990, o fracasso do controle inflacionário era evidente, com a inflação mensal retornando a patamares de dois dígitos. Diante desse insucesso, o governo buscou, a partir de maio, reforçar a ortodoxia fiscal e conter o processo de reindexação, por meio de medidas como a edição da Medida Provisória 193, que impunha novas regras para os reajustes salariais (ABREU; WERNECK, 2014). Assim, no início de 1991, foi lançado o Plano Collor II, que consistia em um novo congelamento de preços, mas encontrou forte resistência no Congresso Nacional (ABREU; WERNECK, 2014; CASTRO, 2016). O fracasso legislativo foi imediato, com a rejeição da proposta de política

salarial, e os efeitos do novo congelamento mostraram-se ainda mais passageiros do que no plano anterior (ABREU; WERNECK, 2014).

A constatação da fragilidade do apoio político levou o governo a abandonar, de forma tácita, o foco no combate direto à inflação. Pouco mais de um mês após o lançamento do Plano Collor II, foi anunciado o Projeto de Reconstrução Nacional, centrado nas reformas estruturais e na retomada do crescimento, ainda que sob um ambiente inflacionário persistente. Formou-se, então, uma ampla coalizão, composta por empresários, líderes sindicais, governadores e parte significativa do Congresso, em favor da retomada do crescimento, mesmo que isso implicasse conviver com taxas de inflação de dois dígitos (ABREU; WERNECK, 2014). A prioridade do governo deslocou-se definitivamente da estabilização inflacionária para a implementação das reformas de modernização econômica.

Apesar de avanços no campo externo, como a recomposição das reservas internacionais e a normalização das relações com os credores, a inflação voltou a ultrapassar 20% ao mês em 1992, evidenciando a incapacidade do governo em lidar com o problema inflacionário de forma estrutural (ABREU; WERNECK, 2014, p.318). Por fim, o fracasso dos planos de estabilização, somado ao isolamento político de um governo eleito à margem dos grandes partidos, culminou na crise que levou ao afastamento de Collor em 1992, em meio a denúncias de corrupção e à perda completa de sustentação no Congresso Nacional .

Depreende-se que todos os planos de estabilização da década de 1980 no Brasil falharam: em grande medida, por tratar o diagnóstico inflacionário como predominantemente de demanda (e, com isso, com políticas monetárias e fiscais bastante restritivas), por não considerar potenciais efeitos de uma remonetização; pelos processos de estatização da dívida externa (que implicou uma maior indexação da economia via juros e outros indexadores formais e informais); pela dificuldade de sustentar o congelamento de preços no médio e longo prazo e, por fim, por não conseguir neutralizar o efeito da inércia inflacionária e contaminação da moeda velha pela nova, a cada reforma monetária. Mais informações sobre a ruptura da inércia inflacionária serão vistos no capítulo 3, a seguir.

CAPÍTULO 3:

PLANO REAL, ESTABILIZAÇÃO, REGIME DE METAS E OS PRINCIPAIS DETERMINANTES DA INFLAÇÃO BRASILEIRA (1992-2024).

Este capítulo examina a trajetória brasileira rumo à estabilidade monetária e suas implicações macroeconômicas, estruturando-se em uma análise cronológica. Inicialmente, aborda-se a implementação do Plano Real em 1994 e os desafios pós-estabilização, com ênfase nas pressões inflacionárias residuais e vulnerabilidades fiscais. Na esteira desse processo, analisa-se a transição para o regime de metas de inflação em 1999, destacando o papel do IPCA como âncora nominal, e a consolidação do tripé macroeconômico, combinando metas de inflação, câmbio flutuante e política de superávit fiscal.

Em seguida, analisa-se a conjuntura econômica brasileira pós-implementação do regime de metas de inflação, visando identificar os principais determinantes inflacionários. O período abrange marcos críticos: a crise financeira internacional (2008), a recessão doméstica (2015-2016) e a subsequente recuperação modesta (2017-2018), contextualizando o debate teórico entre perspectivas ortodoxas e heterodoxas sobre as causas do colapso, os determinantes da inflação e os dilemas de política econômica. Examina-se, ainda, o período 2019-2022 sob o choque exógeno da pandemia de COVID-19, avaliando seus impactos disruptivos nas cadeias produtivas, os canais de transmissão para os preços domésticos e as respostas de política monetária. Conclui-se o capítulo com uma crítica fundamentada aos limites do controle inflacionário via taxa Selic, questionando sua eficácia enquanto instrumento de política monetária

3.1 A transição para a Estabilização: O Plano Real

O Plano Real foi concebido em um contexto de grande instabilidade econômica e política, após sucessivas tentativas fracassadas de controle inflacionário desde a década de

1980. Diferente das experiências anteriores, o Plano Real se destacou como o mais bem estruturado dentre todos os planos de estabilização tentados no Brasil desde o início da crise em 1979. Sua concepção atacou de forma simultânea duas causas centrais da inflação brasileira, a crise fiscal e a inércia inflacionária (BRESSER-PEREIRA, 1994). A adoção da Unidade Real de Valor (URV) foi um dos pilares mais inovadores, permitindo a prévia coordenação dos preços relativos e a quebra da dinâmica inercial de indexação que sustentava a inflação (BRESSER-PEREIRA, 1994).

A implementação do Plano Real seguiu uma estratégia estruturada em três fases sequenciais e complementares, a primeira etapa consistiu em um ajuste fiscal voltado à correção dos desequilíbrios das contas públicas, considerados a principal causa estrutural da inflação (CASTRO, 2016). Nesse contexto, foram adotadas medidas como a criação do Fundo Social de Emergência, o aumento da tributação sobre o setor financeiro e o controle dos chamados “esqueletos fiscais” (ABREU; WERNECK, 2014). Embora o governo reconhecesse a importância de reformas estruturais mais profundas, como a previdenciária e a tributária, optou-se, naquele momento, por ações de impacto mais imediato.

Na segunda fase, foi criada a Unidade Real de Valor (URV), uma unidade de conta que funcionou como um padrão monetário estável de referência, promovendo a desindexação da economia e permitindo uma transição ordenada. Sua adoção pelo setor privado ocorreu de forma ampla e espontânea, com contratos e preços sendo convertidos gradualmente, o que facilitou a convergência das expectativas e a preparação do ambiente econômico para a mudança definitiva de moeda (ABREU; WERNECK, 2014; CASTRO, 2016). Para tanto, adotou-se na sequência da estratégia de conversão de preços pela URV uma desindexação plena, todos os contratos foram convertidos para a nova moeda (Real) e proibiu-se qualquer cláusula de reajuste por índices de preços em contratos de prazo inferior a um ano (CARVALHO, 2014)

A terceira etapa culminou com o lançamento oficial do Real com a reforma monetária, em julho de 1994, com uma paridade inicial atrelada ao dólar americano (ABREU; WERNECK, 2014; BRESSER-PEREIRA, 1994). O plano combinou âncoras cambial, monetária e de preços públicos de maneira flexível, evitando os erros de rigidez

observados em modelos como o da Convertibilidade Argentina (BRESSER-PEREIRA, 1994). A estratégia incluiu a valorização do real, juros elevados, adoção de compulsórios restritivos e manutenção da liberdade de preços (BRESSER-PEREIRA, 1994).

O ambiente econômico e político se mostrava favorável à execução do plano. Havia um aumento no apoio político, inclusive de parte dos partidos de oposição, empresas estavam reestruturadas e as reservas internacionais robustas, saltando de US\$ 20,34 bilhões em 1992 para US\$ 40,49 bilhões em 1994 - ver tabela 2 a seguir (ABREU; WERNECK, 2014; BRESSER-PEREIRA, 1994). No âmbito social, os trabalhadores compreenderam os limites impostos pela inflação sobre o poder de compra, fato evidenciado pela baixa adesão às tentativas de greve durante a fase de transição (BRESSER-PEREIRA, 1994).

Tabela 2 - Setor Externo Brasileiro 1992-1999

Ano	Reservas Cambiais US\$ bi (média anual)	Câmbio R\$/US\$ (média anual)	Exportações (US\$ bi)	Importações (US\$ bi)	Saldo Comercial (US\$ bi)
1992	20.348	-	35,8	20,6	15,2
1993	25.993	-	38,6	25,3	13,3
1994	40.492	0,63	43,5	33,1	10,5
1995	41.677	0,91	46,5	50	-3,5
1996	58.197	1	47,7	53,3	-5,6
1997	57.80	1,07	52,9	60,5	-7,6
1998	59.195	1,16	51,1	58,7	-7,6
1999	40.051	1,81	47,9	50,3	-2,3

Elaboração própria com dados do BCB (SGS), IPEADData e ComexStat.

Os resultados foram expressivos. A inflação, que girava entre 40% e 50% ao mês, caiu para 6,95% em julho de 1994, refletindo principalmente a aceleração de preços nas últimas semanas de junho, e apresentou uma deflação de 0,69% no próprio mês de julho, quando descontadas as remarcações do período anterior (BRESSER-PEREIRA, 1994, p.647). Ao final de 1994, a inflação mensal havia recuado para cerca de 1% (ABREU; WERNECK, 2014). Contudo, o plano não estava livre de riscos. O maior deles era a possibilidade de remonetização da economia, tal como aconteceu nos planos de estabilização anteriores.

Embora a inércia inflacionária tivesse sido quebrada, a permanência de indexações formais, como nos salários, com reajustes anuais, e na poupança, com correções mensais, representava uma ameaça concreta à estabilidade (BRESSER-PEREIRA, 1994). Carvalho (2014) evidencia que, apesar do sucesso inicial no combate à hiperinflação, diversos preços e contratos permaneceram indexados de forma direta ou indireta. Cerca de 18 anos após o Plano Real, aproximadamente 24% dos preços que compõem o índice oficial (IPCA) ainda eram reajustados por indexadores (especialmente tarifas de serviços públicos com preços administrados), e essa proporção subia para 38% quando se incluíam todos os bens e serviços sujeitos a contratos formalmente indexados (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2012; VALOR ECONÔMICO, 2012, apud CARVALHO, 2014).

Diversos estudos empíricos corroboram a presença de uma componente inercial significativa na inflação brasileira do pós-Plano Real. Fasolo e Portugal (2003, apud CARVALHO, 2014), por exemplo, ao estimarem uma Curva de Phillips não linear para o período 1990-2002, identificam elevada persistência inflacionária, consistente com a ideia de um núcleo inercial autônomo. Tombini e Alves (2006, *apud* CARVALHO, 2014) chegam a resultados similares analisando a desinflação entre 1995-2006: suas estimativas sugerem que cerca de metade da inflação nesse intervalo pode ser atribuída à inércia ou a fatores passados, mesmo durante a vigência do regime de metas. Esses trabalhos, juntamente com evidências de outros autores e do próprio Banco Central, reforçam a conclusão de que, apesar da estabilização monetária e das reformas macroeconômicas, a inflação brasileira conservou uma dinâmica própria, marcada por considerável persistência (CARVALHO, 2014). Entretanto, o novo contexto, marcado pela abertura comercial, âncora cambial e o fim da expectativa de inflação automática, criou barreiras significativas a essa dinâmica (BRESSER-PEREIRA, 1994).

O êxito inicial do Plano Real em debelar a inflação crônica da economia brasileira permitiu o surgimento de uma nova agenda de política econômica, voltada a desafios de naturezas distintas. Entre os efeitos colaterais imediatos da estabilização monetária, destacou-se a deterioração das contas públicas, em função do efeito Oliveira Tanzi⁸ às

⁸ O termo deriva da adaptação do "Efeito Tanzi", originalmente formulado por Vito Tanzi nos anos 1970 para descrever a perda de arrecadação real em contextos de alta inflação. No caso brasileiro, esse efeito foi reinterpretado em sentido inverso, no contexto de estabilização monetária. A inclusão de "Oliveira" no

avessas (perda de receita em função de não haver mais a super indexação em função da inflação elevada), em GIAMBIAGI (2014). Durante o período inflacionário, os governos beneficiavam de mecanismos assimétricos, do lado da receita, dispositivos de indexação preservavam a arrecadação, enquanto nas despesas, a defasagem temporal entre autorização orçamentária e desembolso real permitia a erosão do valor dos pagamentos, garantindo relativo controle fiscal (WERNECK, 2014). Com o fim da alta inflação, essa dinâmica foi revertida, resultando na expansão do valor real das despesas. Como reflexo, a dívida pública líquida brasileira registrou aumento de 48,38% entre 1994 e 1999 (Tabela 2).

Outro impacto imediato da estabilização foi a súbita perda da receita de senhoriagem que anteriormente beneficiava o sistema bancário. Tal ruptura levou algumas instituições financeiras à insolvência, exigindo intervenções do Banco Central e adicionando complexidade à já difícil agenda de ajuste fiscal (WERNECK, 2014).

Tabela 3 - Indicadores Fiscais 1992-1999

Ano	Crescimento do PIB (%)	Dívida Pública Líquida (% PIB)	Selic Acumulada (%)
1992	-0,5	37,06	26,17
1993	4,9	32,56	28,91
1994	5,8	30,01	44,73
1995	4,2	27,98	38,71
1996	2,2	30,72	24,47
1997	3,4	31,83	22,35
1998	0,3	38,94	25,58
1999	0,5	44,53	23,02

Elaboração própria com dados do BCB (SGS), IPEA

Com o intuito de ancorar as expectativas e preservar a estabilidade recém-conquistada, o governo adotou a taxa de câmbio como âncora nominal a partir do segundo semestre de 1994. Essa estratégia, contudo, passou a ser questionada diante da deterioração do cenário externo, agravada pela Crise Mexicana de 1995 (GIAMBIAGI, 2016; WERNECK, 2014). O episódio alimentou receios quanto ao esgotamento da balança

binômio Oliveira-Tanzi remete às contribuições de economistas brasileiros, como Francisco L. Oliveira, que nos anos 1990 adaptou o conceito à realidade fiscal do país, destacando os impactos da desinflação sobre a dinâmica da arrecadação e do ajuste fiscal.

comercial, que registrou queda expressiva de um superávit de US\$10,5 bilhões em 1995 para um déficit de US\$7,6 bilhões em 1998 (Tabela 2).

Durante quatro anos, o governo resistiu à desvalorização cambial, temendo colocar em risco a credibilidade do Plano Real. Contudo, essa estratégia de postergação revelou-se arriscada. A ausência de um ajuste fiscal robusto e a manutenção do câmbio valorizado tornaram a economia vulnerável a choques externos subsequentes, como a Crise Asiática de 1997 e a Crise Russa de 1998, culminando em uma crise cambial no início de 1999, logo após a reeleição do presidente Fernando Henrique Cardoso (GIAMBIAGI, 2016; WERNECK, 2014).

A resposta institucional a essa crise marcou uma virada na condução da política macroeconômica. A partir de março de 1999, o governo passou a operar sob um novo regime baseado no tripé macroeconômico, com metas de superávit primário para controle do endividamento público, metas de inflação para orientar a política monetária e regime de câmbio flutuante (RIBEIRO, 2015; WERNECK, 2014). O novo arcabouço foi fortalecido, em 2000, com a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, que conferiu maior previsibilidade e transparência à gestão orçamentária (RIBEIRO, 2015; WERNECK, 2014).

O contexto de instabilidade levou ainda à ampliação do programa de privatizações, que entre 1995 e 2002 gerou US\$78,6 bilhões (WERNECK, 2014, p.341). Parte considerável dessas aquisições (53%) foi feita por empresas estrangeiras, e os recursos foram majoritariamente destinados à amortização da dívida pública (WERNECK, 2014). As crises externas impuseram pressões severas à política econômica. Em meados de 1999, a combinação de superávit primário, taxa de câmbio ajustada e redução dos juros permitiu uma estabilização mais sólida, com a inflação sendo fixada em metas de 8% para 1999 e 6% para 2000.

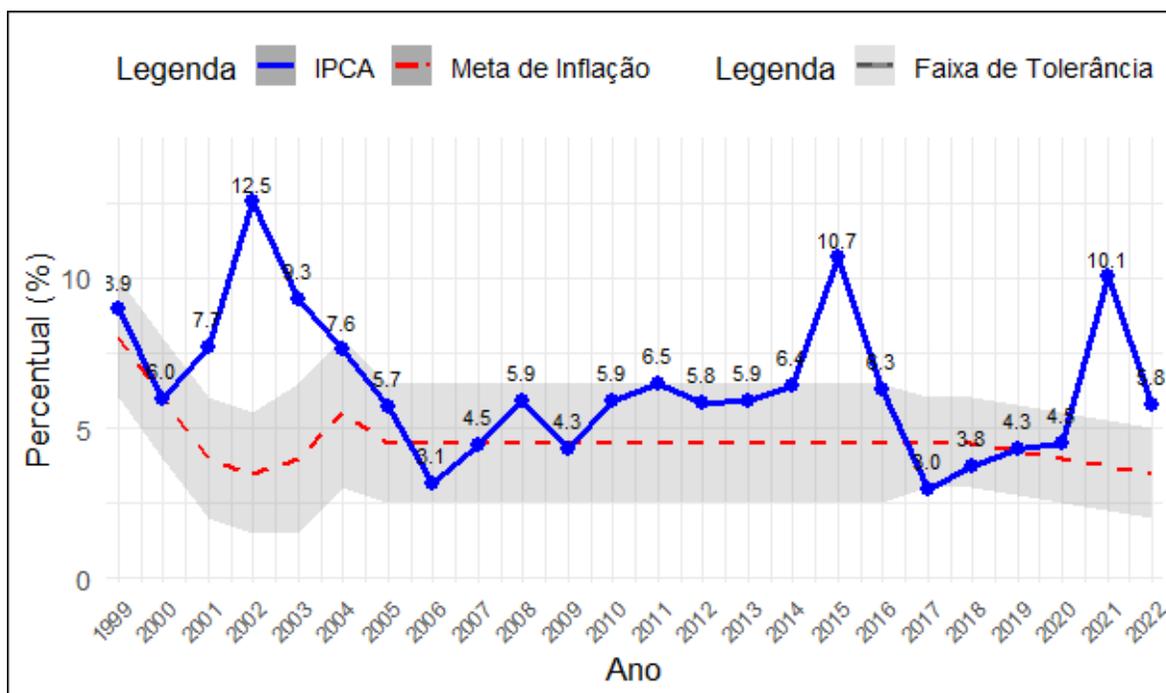
3.2 Inflação sob o Regime de Metas: Câmbio, Política Monetária, Conflitos Distributivos e Impactos das *Commodities* (2000–2013)

Com a adoção do sistema de metas de inflação, institucionalizado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), estabeleceu-se uma meta central para a variação do IPCA,

servindo como âncora nominal para a política monetária. O Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central (BC) define a taxa Selic com base em projeções que internalizam trajetórias da própria taxa básica e do câmbio. Caso a inflação projetada – condicionada à Selic vigente – situe abaixo da meta, abre espaço para flexibilização monetária; inversamente, projeções acima da meta demandam elevação dos juros. O sistema incorpora uma banda de tolerância ao redor da meta central, permitindo acomodar choques exógenos sem gerar volatilidade excessiva no nível de atividade.

Nesse contexto, o arcabouço institucional brasileiro registrou sete eventos de violação da meta inflacionária entre 1999 e 2022 (2001, 2002, 2003, 2015, 2017, 2021 e 2022), conforme sintetizado no Gráfico 1. Salienta-se que apenas em 2017 o IPCA situou-se abaixo do limite inferior da banda de tolerância, enquanto nos demais episódios transgrediu consistentemente o teto estabelecido. Conforme documentado nas justificativas oficiais, o Banco Central atribui sistematicamente tais desvios a choques exógenos de oferta e pressões assimétricas em setores com preços administrados.

Ilustração 1- Inflação (IPCA), Meta e Banda de Tolerância no Brasil (1999-2022)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil

Dessa forma, ao longo deste período (1999-2022), avalia-se o impacto do tripé macroeconômico na conjuntura nacional, elucidando os determinantes da trajetória inflacionária pós-implantação do regime de metas. A análise de variáveis macroeconômicas - como câmbio, *commodities*, taxa de juros entre outras - será igualmente conduzida, nesta e nas seções subsequentes, com o objetivo de elucidar a trajetória inflacionária pós regime de metas.

Apesar da crise cambial de 1999, a consolidação do tripé macroeconômico assegurou o cumprimento das metas inflacionárias em 1999 e 2000. Contudo, a deterioração da conjuntura internacional pós-11 de setembro de 2001 elevou a aversão ao risco nos mercados financeiros globais, pressionando as economias emergentes. No Brasil, esse ambiente de instabilidade foi amplificado pela incerteza política em torno das eleições presidenciais de 2002, marcadas pela expectativa de vitória do candidato do Partido dos Trabalhadores (GIAMBIAGI, 2016; WERNECK, 2014). Como resultado, o risco-país, mensurado pelo *Emerging Markets Bond Index* (EMBI), apresentou trajetória ascendente, passando de 740 pontos em dezembro de 2000 para 1.445 ao final de 2002 (Tabela 4), com picos superiores a 2.400 pontos-base dentro desse intervalo.

Esse aumento na percepção de risco comprometeu a estabilidade cambial, provocando significativa depreciação do real. A taxa de câmbio, que havia registrado valor máximo de R\$1,86 em 2000, atingiu R\$3,95 em 2002, refletindo a fuga de capitais e a incerteza quanto à condução da política econômica (Tabela 3). Em resposta ao impacto inflacionário gerado pela desvalorização cambial, o BC elevou gradualmente a taxa básica de juros, que passou de 16,19% ao ano em 2000 para 21,16% em 2003, com o objetivo de conter a elevação dos preços e restaurar a credibilidade da política monetária (Tabela 4).

**Tabela 4 - Evolução dos Indicadores Macroeconômicos Selecionados - Brasil
(2000-2013)**

Ano	Reservas Cambiais US\$ bi (Média)	Dívida Líquida (%)	Risco Brasil (pts)	Câmbio (R\$/US\$)		Selic Acumulada
				Valor	Valor	

	anual)	PIB)		Mínimo	Máximo	(%)
2000	32,39	45,54	749	1,74	1,86	16,19
2001	36,28	51,49	870	1,74	2,71	16,08
2002	36,75	59,93	1.445	1,74	3,95	19,1
2003	46,53	54,26	463	1,74	3,93	21,16
2004	50,83	50,19	382	1,74	3,38	15,14
2005	58,52	47,92	311	1,74	2,86	17,56
2006	67,97	46,49	192	1,74	2,49	14,13
2007	142,69	44,55	221	1,74	2,12	11,25
2008	197,58	37,57	428	1,55	2,50	11,82
2009	208,64	40,88	192	1,63	2,50	9,5
2010	260,7	37,98	189	1,66	1,96	9,27
2011	335,46	34,47	223	1,57	1,96	11,04
2012	371,56	32,19	142	1,71	2,22	8,11
2013	369,99	30,5	224	1,89	2,45	7,92

Elaboração própria com dados do BCB (SGS) e IPEA Data

Nesse contexto adverso, a confiança de consumidores e investidores foi severamente comprometida, resultando na revisão para baixo das projeções de crescimento econômico. O Produto Interno Bruto (PIB) registrou expansão modesta de 1,4% em 2001 e 3% em 2002 (Tabela 5), desempenho modesto diante do cenário de instabilidade.

Ao assumir a Presidência em 2003, Luiz Inácio Lula da Silva herdou um quadro econômico delicado, marcado por inflação elevada, que superava 12%, trajetória insustentável da dívida pública e elevada desconfiança por parte dos mercados financeiros. Diante disso, o novo governo intensificou o ajuste fiscal e manteve a política de juros elevados como estratégia para restaurar a estabilidade e reverter as expectativas negativas (GIAMBIAGI, 2016; WERNECK, 2014).

Tabela 5 - Fluxos Econômicos 2000-2013

Ano	PIB (%)	Exportações (US\$ bi)	Importações (US\$ bi)	Saldo Comercial (US\$ bi)
2000	4,4	54,99	56,97	-1,98
2001	1,4	58,03	56,56	1,47
2002	3,0	60,14	48,27	11,87
2003	1,1	72,77	49,3	23,47

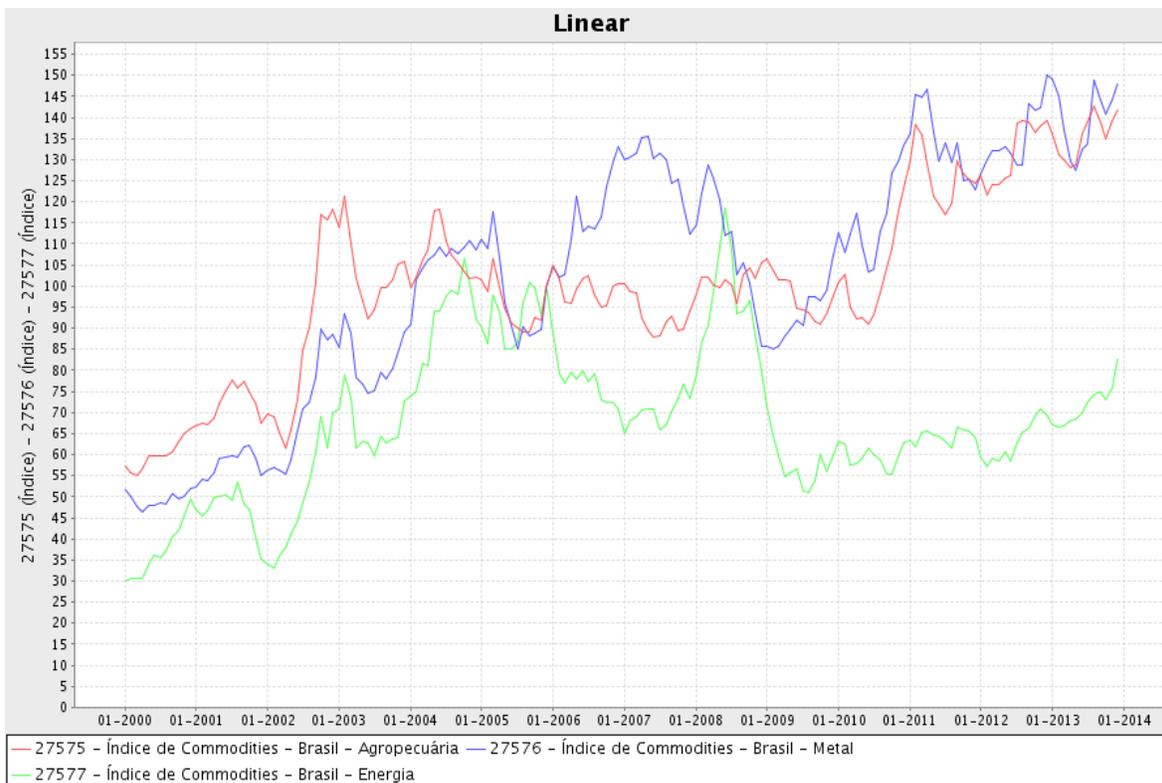
2004	5,7	95,12	63,81	31,31
2005	3,2	118,59	74,69	43,9
2006	4	137,58	92,53	45,05
2007	6,1	159,81	122	38
2008	5,1	195,76	174,7	21,06
2009	-0,1	151,79	129,39	22,4
2010	7,5	200,43	183,33	17,1
2011	4	253,66	227,96	25,7
2012	1,9	239,95	225,16	14,79
2013	3	232,54	241,5	-8,96

Elaboração própria com dados do BCB, IPEA Data e ComexStat

Para Lima (2010) esse maior ritmo inflacionário (2001-2003) pode ser explicado pela combinação de escassez de capital externo disponível para economias emergentes e forte desvalorização cambial após 1999. O fato é que, após a adoção do câmbio flutuante, o real sofreu sucessivas depreciações, notáveis em 1999 e especialmente em 2002, que elevaram os custos de bens comercializáveis e insumos importados, pressionando os preços domésticos (LIMA, 2010). Já a valorização das exportações, impulsionada pelo *boom das commodities* (Gráfico 2), e a depreciação cambial inicial contribuíram para a rápida redução dos indicadores de risco e para a apreciação do real frente ao dólar (WERNECK, 2014), o que evitou pressões inflacionárias ainda maiores (LIMA, 2010).

Os preços administrados (tarifas de serviços públicos, combustíveis, etc.), que representavam aproximadamente 30% do IPCA, sofreram reajustes significativos nesse período (contribuindo como fator de custo para a inflação), muitos dos quais indexados a índices gerais de preços (como o IGP) ou influenciados pela depreciação cambial (LIMA, 2010). Essa indexação parcial das tarifas públicas fez com que choques de custo externos se transmitissem rapidamente ao consumidor final (LIMA, 2010). Consequentemente, a inflação de 2001 a 2003 superou as metas estabelecidas pelo Banco Central. O próprio BC atribuiu os descumprimentos das metas nesses anos à persistência de choques de oferta externos (LIMA, 2010).

Ilustração 2 - Evolução dos Índices de Preços das *Commodities* Brasileiras por Setor (2000–2014)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil

O ciclo de recuperação iniciado em 2004 refletiu-se em um crescimento robusto, com expansão do PIB de 5,7% e redução da inflação para 7,6%. Entre 2004 e 2008 o IPCA manteve-se em torno das metas anuais, com média anual de aproximadamente 5,2%. Este desempenho foi acompanhado por uma expressiva melhora nas contas externas. As exportações saltaram de US\$ 60,14 bilhões em 2002 para US\$ 118,59 bilhões em 2005, e posteriormente alcançaram US\$ 195,76 bilhões em 2008 (Tabela 5), refletindo tanto os efeitos da depreciação cambial anterior quanto o aumento da demanda global por *commodities* (WERNECK, 2014). Esse dinamismo externo foi essencial para a reconstrução das reservas internacionais e a redução dos indicadores de risco-país.

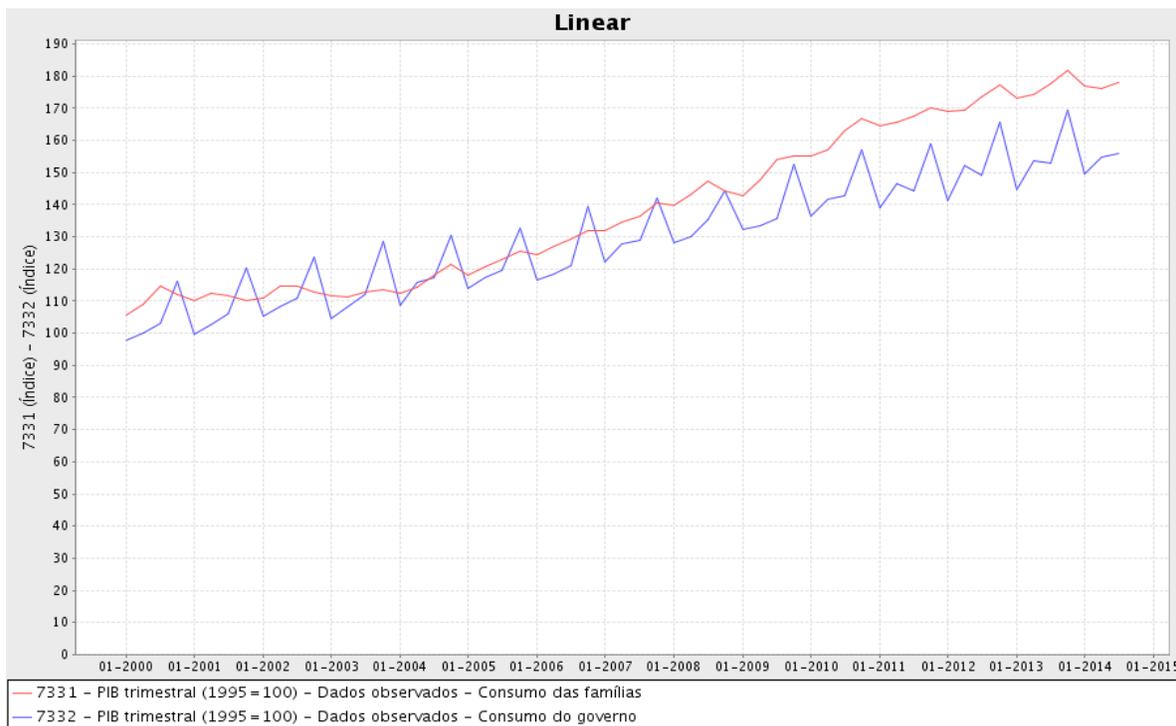
Embora o aumento das *commodities* (principalmente metálicas e agrícolas) representassem, à primeira vista, um choque de oferta inflacionário, esse efeito foi compensado pela trajetória de apreciação do real no período (LIMA, 2010; BARBOSA FILHO, 2015). Com o ingresso maciço de capitais e melhoria do risco-país, a taxa de

câmbio caiu de patamar, o dólar, que chega a máxima de R\$3,93 em 2003, recuou para níveis próximos de R\$1,55-2,50 em 2008. No entanto, a apreciação cambial decorrente da forte entrada de capitais externos e do contínuo boom das *commodities* gerou desafios adicionais. Embora o fortalecimento da balança comercial contribuísse para o superávit em conta corrente, a valorização do real impactava negativamente a competitividade da indústria nacional, alimentando tensões internas na condução da política econômica (WERNECK, 2014).

Apesar dessas tensões, o período entre 2003 e 2008 caracterizou-se por um ciclo virtuoso de crescimento econômico, com taxas médias de aproximadamente 4,2% ao ano, sustentadas tanto pela disciplina macroeconômica quanto pelo ambiente externo favorável. Este cenário propiciou, ainda, a implementação de políticas de redistribuição de renda, como o programa Bolsa Família e aumentos reais no salário mínimo, que contribuíram para a redução das desigualdades sociais, ainda que aumentassem as pressões sobre as contas públicas (GIAMBIAGI, 2016; WERNECK, 2014).

Paralelamente, a demanda agregada doméstica cresceu vigorosamente entre 2004 e 2013 (Gráfico 3), impulsionada pela expansão do crédito, aumento do emprego e da renda e pelo boom das exportações, ainda assim, a inflação permaneceu sob controle (LIMA, 2010). Esse desempenho sugere que as pressões de demanda tiveram impacto limitado sobre os preços ao consumidor nesse período. De fato, apesar do forte crescimento econômico, o Banco Central conseguiu cumprir as metas de inflação anuais de 2004 a 2013 e, simultaneamente, reduzir gradualmente a taxa Selic, ainda que esta se mantivesse em patamar elevado em termos internacionais (GIAMBIAGI, 2016; LIMA, 2010). A capacidade do IPCA em permanecer estável mesmo com a queda dos juros e a expansão do PIB indica baixa influência das pressões de demanda interna sobre a inflação, conforme argumenta Lima (2010).

Ilustração 3 - Evolução do Consumo das Famílias e do Governo em Termos Reais (2000- 2014)



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central do Brasil

A crise financeira internacional de 2008 representou um divisor de águas na trajetória econômica brasileira (BARBOSA FILHO, 2015). Embora o país estivesse relativamente protegido por reservas internacionais robustas, e por um sistema financeiro sólido, os impactos foram perceptíveis, sobretudo pela contração do comércio global e pela fuga de capitais (GIAMBIAGI, 2016; WERNECK, 2014). Nos meses finais de 2008, a cotação do dólar saltou de cerca de R\$1,60 em meados de 2008 para aproximadamente R\$2,40 no início de 2009, representando uma depreciação de aproximadamente 50% em poucos meses, esse choque cambial elevou os custos dos bens importados e pressionou temporariamente o IPCA, que registrou um leve repique inflacionário entre o final de 2008 e início de 2009. As exportações, que haviam atingido US\$195,76 bilhões em 2008, caíram para US\$151,79 bilhões em 2009, antes de se recuperarem novamente em 2010 (US\$200,43 bilhões).

O impacto da crise, inicialmente subestimado como uma "marolinha"⁹, revelou-se mais severo do que o esperado. Para Lima (2010) dois fatores contiveram esse surto de inflação de oferta e permitiram que as metas de inflação continuassem sendo atendidas. Primeiro, houve um arrefecimento da demanda doméstica, a atividade econômica desacelerou no fim de 2008 e o PIB de 2009 teve contração, de -0,1% (Tabela 5), reduzindo as pressões de demanda sobre os preços. Em segundo lugar, e mais decisivamente, o próprio desenrolar da crise provocou o colapso dos preços internacionais das *commodities*, especialmente das energéticas e metálicas, no final de 2008 (Ver gráfico 2). Assim, no mesmo momento em que o Real se desvalorizou, os preços globais de vários insumos em dólar recuavam drasticamente, o que neutralizou grande parte das pressões inflacionárias decorrentes da depreciação cambial (Serrano; Ferreira, 2010, apud Lima, 2010).

Apesar do recuo do PIB em 2009, em 2010 foi seguido por uma forte recuperação de 7,5% em 2010. Essa resiliência se apoiou tanto nos fundamentos acumulados ao longo dos anos anteriores quanto na capacidade do governo de adotar medidas contracíclicas, como expansão do crédito estatal, incentivos via BNDES e políticas fiscais mais flexíveis, aliado a uma política monetária mais frouxa com cortes na taxa básica de juros (CARVALHO, 2015; WERNECK, 2014). O consumo das famílias cresceu em 2009 (Gráfico 3), sustentado pelo aumento da massa salarial real e pela expansão do crédito às pessoas físicas (CARVALHO, 2015; GIAMBIAGI, 2016). A taxa de desemprego apresentou queda contínua, entre 2003 e 2012, a taxa passou de 12,18% para 5,52% (ver Tabela 6) da força de trabalho, representando uma redução acumulada de 54,7% no período, evidenciando um expressivo aquecimento do mercado de trabalho.

Todos os componentes da demanda interna mostraram dinamismo, o consumo das famílias cresceu cerca de 6,9% e o investimento - na forma de formação bruta de capital fixo (FBCF) na média de 20,53% em 2010 (tabela 6), recuperando-se da queda do ano anterior (CARVALHO, 2015, p.180). Esse avanço foi favorecido pela abundante liquidez internacional e pela alta nos preços de *commodities* em 2010, fatores que melhoraram os termos de troca e elevaram as exportações, contribuindo para o boom econômico

⁹ A expressão "marolinha" foi utilizada pelo então Presidente Luiz Inácio Lula da Silva em 28 de outubro de 2008, durante entrevista coletiva, para referir-se aos efeitos iniciais da crise financeira global no Brasil.

(CARVALHO, 2015). Entretanto, a aceleração econômica trouxe consigo pressões inflacionárias significativas. A inflação ao consumidor (IPCA) saltou de 4,3% em 2009 para 5,9% em 2010, aproximando-se do limite superior da meta estabelecida.

Tabela 6 - Taxa média anual de desemprego e Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) em relação ao PIB – Brasil (2003-2013)

Ano	Taxa de Desemprego Média (%)	FBCF (% PIB)
2003	12,18	16,64
2004	11,38	17,33
2005	9,78	17,07
2006	9,98	17,23
2007	9,08	17,98
2008	7,83	19,36
2009	7,88	19,04
2010	6,68	20,53
2011	5,88	20,61
2012	5,52	20,72
2013	7,31	20,92

Elaboração própria com dados do IPEA

No final de 2010, a economia brasileira apresentava claros sinais de superaquecimento conjuntural (GIAMBIAGI, 2016), evidenciados pela utilização da capacidade industrial atingindo 85%, nível só superado nos anos 1970 (GIAMBIAGI, 2016, p.286). Paralelamente, o mercado de trabalho apertado gerava crescimento generalizado de salários reais acima dos ganhos de produtividade (GIAMBIAGI, 2016), enquanto expectativas inflacionárias acima da meta, expansão acelerada do crédito e do consumo completavam o cenário crítico (CARVALHO, 2015; GIAMBIAGI, 2016). Diante desse quadro, as autoridades econômicas implementaram medidas contracionistas: o Banco Central elevou a taxa Selic e adotou ações macroprudenciais, como o aumento dos depósitos compulsórios em dezembro de 2010, para frear a demanda e conter inflação (CARVALHO, 2015; GIAMBIAGI, 2016). Essa mudança de política encerrou o ciclo expansionista pós-crise, inaugurando a partir de 2011 uma fase de crescimento significativamente mais moderado (CARVALHO, 2015; GIAMBIAGI, 2016).

O triênio 2011-2013 apresentou um desempenho econômico bem mais fraco, decorrente tanto do cenário externo adverso quanto do esgotamento de impulsos internos. Segundo Carvalho (2015) e Barbosa Filho (2015), dois conjuntos de fatores explicam esse arrefecimento. Primeiro, o ambiente internacional piorou no segundo semestre de 2011 a crise da dívida soberana na Europa mergulhou as economias desenvolvidas em estagnação, a China e outros emergentes passaram a desacelerar, e os preços das *commodities* recuaram frente aos picos recentes. Segundo, no plano interno, os efeitos defasados do aperto monetário e fiscal de fim de 2010 frearam o ímpeto da demanda doméstica.

Apesar disso, o consumo e investimento ainda tiveram alguma expansão em 2011, amparados pelo mercado de trabalho e por incentivos remanescentes, mas o ritmo foi bem mais moderado que em 2010 (CARVALHO, 2015). Em meados de 2010 a indústria de transformação enfrentava dificuldades competitivas e perda de fôlego, fenômeno atribuído a fatores como valorização cambial, concorrência de importados e altos custos domésticos (CARVALHO, 2015).

De fato, diversos ramos industriais não conseguiram acompanhar o crescimento da demanda interna, que passou a ser parcialmente atendida por importações, levando à queda da participação da produção nacional no mercado doméstico (CARVALHO, 2015). Ainda assim, graças ao contínuo ingresso de capitais estrangeiros, notadamente Investimento Direto Estrangeiro (IED) em montante suficiente para cobrir o déficit em conta corrente, não houve crise cambial imediata, e as reservas internacionais brasileiras permaneceram elevadas (CARVALHO, 2015).

Diante da perda de impulso da economia em 2011 e da persistência de incertezas externas, o governo implementou novas medidas de estímulo em 2012. O Banco Central iniciou um ciclo agressivo de cortes da taxa Selic a partir do final de 2011 (CARVALHO, 2015). Paralelamente, adotou-se um pacote de ações fiscais e parafiscais, incluindo desonerações tributárias setoriais (como reduções de IPI para veículos e eletrodomésticos), expansão do crédito via bancos públicos, ampliação de programas de investimento do BNDES e intervenções cambiais para conter a valorização do real (CARVALHO, 2015). Essas iniciativas, parte da "nova matriz econômica", visavam reativar a atividade sem comprometer a estabilidade de preços. Contudo, os resultados em 2012 ficaram aquém das

expectativas, evidenciando restrições pelo lado da oferta (CARVALHO, 2015; BARBOSA FILHO, 2015).

O desemprego manteve trajetória de queda nesse período, em 2011 chegou ao patamar historicamente baixo de cerca de 2,5% no final do ano, repetindo tendência similar em 2012, o que reforçou o poder de barganha laboral (CAMPEDELLI; SILVA, 2023, p.54). De acordo com este mesmo autor, esse aumento, ajudou a sustentar o ritmo, moderado, porém significativo, do consumo das famílias, que avançou 3,2% em 2012. No âmbito industrial, verificou-se um conflito distributivo tendencialmente pró-trabalhador de 2011 a 2014 (CAMPEDELLI; SILVA, 2023).

Inicialmente, de 2011 a 2013 observa-se relativa estabilidade, tendo a margem de lucro das empresas (*mark-up*) mantendo-se quase constante (com leve alta inicial) enquanto a parcela salarial teve uma discreta redução no triênio (Campedelli; Silva, 2023). Essa quase estabilidade sugere que, embora os salários reais estivessem em alta, as empresas conseguiram repassar parcialmente os custos ou absorver a pressão sem grandes mudanças na margem de lucro.

O ano de 2014, contudo, marca um ponto fora da curva, com o desemprego atingindo mínimos históricos e políticas de renda ainda expansionistas, a participação dos salários na indústria aumentou sensivelmente, provocando uma redução do *mark-up*. De acordo com Campedelli e Silva, (2023), houve, portanto, uma inversão pró-trabalhador em 2014, quando os trabalhadores se apropriaram de uma fatia maior do valor adicionado industrial, comprimindo a margem de lucro empresarial. Já agregado dos bens comercializáveis domésticos, os autores interpretam a inflação deste período como decorrência desse embate distributivo, ainda que relativamente contido até 2013, evidenciado pelo fato de 2011–2013 terem registrado ganhos majoritariamente do lado do capital, ao passo que 2014 beneficiou os trabalhadores.

Paralelamente, no setor de serviços (bens não comercializáveis), o conflito distributivo apresentou-se claramente favorável aos trabalhadores ao longo de todo o período 2011–2014 (Campedelli; Silva, 2023). O *mark-up* médio nos serviços caiu de forma contínua ano após ano nesse quadriênio, indicando que os empresários de serviços abriram mão de parcela de sua margem de lucro diante do encarecimento da mão de obra. Como as firmas de serviços tendem a repassar custos mais elevadamente quando seus

insumos (majoritariamente trabalho) ficam mais caros, a inflação de serviços nesse período pode ser atribuída em grande medida ao aumento dos salários, especialmente do salário mínimo, acima da produtividade (Campedelli; Silva, 2023).

Ressalte-se que a política de valorização do salário mínimo, aplicada pelo governo à época com reajustes anuais acima da inflação, teve forte influência sobre o setor de serviços, dadas suas características de menor intensidade de capital e maior utilização de mão de obra de baixa qualificação. Essa sensibilidade foi apontada em estudos anteriores como o de Summa (2016, *apud* Campedelli; Silva, 2023), que evidencia o peso dos salários na inflação de serviços.

No que tange à inflação, houve leve alívio em 2012, a variação do IPCA cedeu para 5,8%, contra 6,5% em 2011, muito em função da atividade mais fraca em relação ao ano anterior (ver gráfico 3). No entanto, a inflação mostrou resistência em ceder em 2013, o IPCA fechou em 5,9%, praticamente igual ao ano anterior e novamente próximo do teto da meta. Pressionado pela alta dos preços de serviços e pela depreciação do câmbio ocorrida em 2013, o Banco Central foi compelido a reverter o ciclo de afrouxamento monetário e voltou a elevar os juros básicos ao longo do ano, num movimento preventivo contra a aceleração inflacionária (CARVALHO, 2015).

Enquanto isso, as contas externas se deterioraram e o déficit em conta corrente atingiu cerca de 3,6% do PIB em 2013, o pior nível em mais de uma década (CARVALHO, 2015, p.180). Esse déficit refletia, em grande medida, o aumento das importações para suprir a demanda interna e a queda das exportações líquidas, tendências típicas de uma economia com consumo interno robusto e indústria doméstica enfraquecida. Essa crescente necessidade de financiamento externo acendeu alerta sobre a vulnerabilidade externa do país, embora ainda fosse compensada em boa parte pela entrada de investimento estrangeiro direto. No setor público, a política fiscal buscou acomodar os estímulos adotados, reduzindo a meta de superávit primário, sem provocar descontrole da dívida. Mesmo assim, observou-se queda da poupança doméstica em 2013 para seu patamar mais baixo desde o início dos anos 2000, com o investimento nacional dependendo crescentemente da poupança externa (CARVALHO, 2015).

Ao final de 2013, a economia brasileira esgotava o ciclo expansivo baseado em liquidez externa, consumo interno, melhoria social, crédito farto e gastos públicos,

ingressando em um contexto de limites estruturais que demandavam ajustes (CARVALHO, 2015). Esse esgotamento culminou na recessão formal iniciada no segundo trimestre de 2014, com o PIB per capita acumulando queda de aproximadamente 9% até 2016 (BARBOSA, 2017, p.51).

3.3 Crise e Recessão de (2014–2018)

A recessão brasileira que se consolidou a partir de 2014 é, segundo Barbosa (2017), resultado de uma combinação de choques simultâneos de oferta e demanda, oriundos majoritariamente da Nova Matriz Econômica (NME). Em sua análise, o principal choque de oferta teria advindo da redução do produto potencial, provocada pela má alocação de investimentos e pela queda da produtividade total dos fatores (PTF), efeitos estes associados às políticas intervencionistas adotadas entre 2011 e 2012. Essas políticas, marcadas por dirigismo fiscal, controle de preços e incentivos setoriais, teriam distorcido os sinais de mercado, canalizando recursos para setores de baixo retorno e comprometendo a eficiência alocativa da economia (BARBOSA, 2017).

Oreiro (2017) também reconhece a queda da produtividade como um fator central no processo recessivo, mas atribui esse fenômeno a causas distintas. Em sua visão, a principal explicação está na compressão das margens de lucro das empresas ocorrida na primeira metade da década de 2010. Essa compressão teria resultado da elevação do custo unitário do trabalho, impulsionado pela política de valorização real do salário mínimo e por reajustes salariais acima da produtividade, combinada com a sobrevalorização prolongada da taxa de câmbio, que encareceu os produtos nacionais frente aos importados (OREIRO, 2017). Com margens mais estreitas, as empresas perderam tanto a capacidade quanto o incentivo para manter os níveis de investimento, levando ao colapso dos gastos com capital privado a partir de 2014. Esse cenário é apontado por Oreiro (2017) como a causa imediata da profunda recessão iniciada naquele ano, sendo reforçado essa visão pela estagnação da (FBCF) desde 2010 (ver tabela 6 na seção anterior).

As interpretações baseadas em conflitos distributivos aprofundam essa visão. De acordo com Campedelli e Silva (2023), como já abordado anteriormente, o período de 2011 a 2014 foi caracterizado por um conflito distributivo tendencialmente favorável aos

trabalhadores, especialmente em 2014, quando a elevação real dos salários reduziu significativamente os *mark-ups* no setor industrial. Essa apropriação maior do valor adicionado pelos salários implicou compressão dos lucros empresariais, corroborando o diagnóstico de margens estreitas dado por Oreiro (2017).

Oreiro e Ferreira-Filho (2022) acrescentam ainda que a recessão de 2014 foi agravada por fatores estruturais de longo prazo que aumentaram a vulnerabilidade da economia brasileira. Um desses fatores foi a regressão da estrutura produtiva nacional, caracterizada por um processo de desindustrialização precoce, com deslocamento da produção para setores de baixa complexidade tecnológica (OREIRO; FERREIRA-FILHO, 2022). De acordo com estes autores, tal mudança estrutural reduziu a capacidade de crescimento sustentado da economia. Outro fator crítico apontado foi o elevado endividamento do setor privado não financeiro, o qual aumentou os encargos financeiros das empresas e restringiu o espaço para investimentos produtivos mesmo antes do agravamento da crise. Dessa forma, ao se defrontar com choques adversos, como a deterioração das margens de lucro e o fim do ciclo externo favorável, a economia brasileira já se encontrava estruturalmente fragilizada, tornando os efeitos recessivos mais severos e persistentes (OREIRO; FERREIRA-FILHO, 2022).

Barbosa (2017) argumenta que a condução da política monetária, também teve papel relevante na deterioração do ambiente macroeconômico. Segundo sua análise, a decisão do governo de reduzir a taxa básica de juros em 2012, mesmo diante de uma inflação em aceleração, resultou em pressões inflacionárias adicionais e perda de credibilidade do Banco Central. Tal perda elevou o custo do controle inflacionário nos anos seguintes, ao exigir uma política monetária mais agressiva para reancorar as expectativas dos agentes econômicos (BARBOSA, 2017).

De fato, a política monetária mais agressiva mostrou nos anos seguintes que a trajetória dos juros reflete esse esforço, a Selic, que tinha média anual de 10,86% em 2014, subiu para 13,00% em 2015 e 14,07% em 2016 (tabela 7), num movimento ascendente significativo. Essa elevação buscou conter as pressões inflacionárias, mas também agravou o custo do serviço da dívida. Paralelamente, a desvalorização cambial, já ocorrida entre

2014 e 2015 em média de 41,7% e ampliou-se ao longo do período, elevando o patamar do câmbio médio para R\$3,65 em 2018 (55,3% acima de 2014). Esse choque cambial, encareceu ainda mais os insumos importados e pressionou a inflação.

**Tabela 7: Evolução dos Indicadores Macroeconômicos Selecionados - Brasil
(2014-2018)**

Ano	Dívida Pública Líquida (% PIB)	Selic Média (%)	Câmbio R\$/US\$ (média)
2014	32,6	10,86	2,35
2015	35,6	13	3,33
2016	46,1	14,07	3,48
2017	51,4	9,46	3,19
2018	52,8	6,48	3,6

Fonte elaboração própria com dados do BCB SGS E IPEA

No campo da demanda agregada, Barbosa (2017) identifica três choques fundamentais que teriam intensificado a recessão. O primeiro foi o esgotamento da Nova Matriz Econômica no final de 2014, quando os estímulos fiscais e creditícios heterodoxos se mostraram insustentáveis, provocando uma deterioração aguda da confiança empresarial. O segundo choque corresponde à crise de sustentabilidade fiscal em 2015, quando o rápido crescimento da dívida pública gerou receios de insolvência do Estado. Na prática, a dívida pública líquida, que era 32,6% do PIB em 2014, avançou para 51,4% em 2017, pressionada também pelo crescente custo de juros altos.

O terceiro fator foi o ajuste dos preços administrados, chamado pelo autor de correção do “populismo tarifário”, ocorrido no início de 2015, especialmente sobre tarifas de energia e combustíveis, que haviam sido artificialmente represadas nos anos anteriores (BARBOSA, 2017). Esse realinhamento de preços gerou um forte choque de oferta inflacionário, exigindo do Banco Central uma resposta enérgica via aperto monetário (BARBOSA, 2017). Este autor argumenta ainda que a consolidação fiscal tardia de 2015 foi insuficiente para explicar a profundidade da crise: segundo ele, a queda de quase 9% do PIB per capita entre 2014 e 2016 deveu-se principalmente à perda de confiança decorrente

das distorções acumuladas (juros baixos, endividamento e crédito direcionado), e não tanto ao ajuste fiscal imediato.

Contudo, essa visão é contestada por Oreiro e Paula (2019), que veem a condução da política econômica em 2015 como amplificadora da recessão. Para esses autores, o governo incorreu em um erro ao adotar simultaneamente uma política fiscal e monetária contracionista em meio a uma forte retração da atividade. A correção cambial e tarifária, embora necessária para restabelecer os preços relativos, gerou um choque de oferta adverso, elevando a inflação e comprimindo o poder de compra das famílias (OREIRO, 2017). Em paralelo, o ajuste fiscal baseado em cortes de gastos e aumento de tributos, retirou ainda mais demanda da economia em um momento no qual o setor privado já se encontrava retraído, contribuindo para aprofundar a queda do produto.

Nesse sentido, Oreiro e Paula (2019) sustentam que a resposta fiscal de 2015, embora motivada pela necessidade de reequilibrar as contas públicas após anos de expansão fiscal, foi mal calibrada do ponto de vista cíclico. A política adotada teria acentuado a espiral recessiva, ao invés de mitigá-la, justamente por não reconhecer que a economia já se encontrava operando abaixo do pleno emprego. Assim, os autores enfatizam que o uso simultâneo de medidas restritivas, em um ambiente marcado por choques de oferta e retração da demanda, gerou um efeito pró-cíclico que aprofundou desnecessariamente a recessão.

Corroborando com trabalhos como Abreu (2014), Barbosa Filho (2015), os dados macroeconômicos confirmam a gravidade desse cenário. Entre 2014 e 2016 o PIB contraiu-se fortemente (queda de 3,5% em 2015 e 3,3% em 2016), enquanto a PTF declinava e o desemprego disparava. Entre 2014 e 2015, registou-se o início de uma trajetória do desemprego, um crescimento interanual de 20,9%. Esse aumento acelerou significativamente no período subsequente, atingindo 35,4% entre 2015 e 2016 (ver Tabela 8). Paralelamente a essa reversão do desemprego, observou-se um declínio na PTF. No acumulado entre 2014 e 2019, a PTF apresentou uma queda de 0,5%.

Depois dos dois anos seguidos de quedas expressivas do PIB, os anos seguintes se constata por uma recuperação moderada em 2017 (1,3%) e em 2018 (1,8%). Quanto ao

indicador de risco-país (risco Brasil), este apresentou uma elevação acentuada durante os dois anos de contração do PIB. Posteriormente, registrou uma redução em 2017, seguida por uma ligeira alta em 2018.

Tabela 8: Evolução dos Indicadores Macroeconômicos Seleccionados - Brasil (2014-2018)

Ano	PIB Real (%)	Média Anual Risco Brasil (EMBI+)	Taxa de Desemprego (%)	FBCF (% PIB)
2014	0,5	224,52	6,93	19,89
2015	-3,5	329,24	8,38	17,86
2016	-3,3	341,97	11,35	15,54
2017	1,3	257,07	12,7	14,56
2018	1,3	264,09	12,25	15,09

Fonte elaboração própria com dados do BCB SGS E IPEA

Barbosa (2017) argumenta que, a partir de 2016, a correção de rumos na condução da política econômica foi crucial para restaurar a confiança dos agentes e debelar a crise fiscal, ainda que os efeitos sobre o crescimento potencial se manifestassem de forma gradual. O autor identifica dois pilares estruturais no novo regime econômico, a institucionalização do ajuste fiscal de longo prazo por meio da Emenda Constitucional n.º 95, conhecida como Teto de Gastos, e a formulação de reformas voltadas à sustentabilidade fiscal, como a Proposta de Reforma da Previdência enviada ao Congresso ainda em 2016 (BARBOSA, 2017).

Em sua visão, a rápida desinflação ocorrida em 2017, com o IPCA recuando para cerca de 3% ao ano, após atingir níveis superiores a 10% entre 2015 e 2016, teria sido favorecida pela combinação entre a credibilidade renovada da política econômica e o elevado nível de ociosidade na economia, fruto da recessão profunda. Nesse cenário, com queda dos juros reais e incipiente recuperação da confiança, a economia saiu da recessão técnica com base na reativação do uso da capacidade instalada, sem a necessidade de grandes investimentos imediatos (BARBOSA, 2017).

Em contraste, Oreiro e Paula (2019) apresentam uma crítica contundente ao desempenho econômico do período pós-2016 e à condução da política econômica. Para os autores, o país ingressou em uma fase de estagnação quase crônica, caracterizada por crescimento do PIB per capita muito próximo de zero. Essa dinâmica seria consequência direta da estratégia de contração do investimento público e da flexibilização dos direitos trabalhistas, medidas que reprimiram a demanda agregada sem enfrentar os entraves estruturais ao crescimento (OREIRO; PAULA, 2019). Em sua interpretação, a adoção de uma agenda fiscal austera perpetuou a fragilidade da demanda e a subutilização da capacidade produtiva da economia.

Nesse sentido, Oreiro e Paula (2019) identificam nas Propostas de Emenda Constitucional n.º 186 e 187, apresentadas em 2019, o ápice da orientação austericida. Tais propostas previam mecanismos automáticos de corte de gastos em situação de emergência fiscal, incluindo a possibilidade de redução de salários do funcionalismo público. Oreiro e Paula (2019) alertam que, ao serem implementadas em um contexto de elevado desemprego e ociosidade da capacidade produtiva, essas medidas aprofundaram a fraqueza da demanda, reduzindo a massa salarial e, conseqüentemente, agravando a estagnação da atividade econômica.

Do ponto de vista distributivo, Campedelli e Silva (2023) documentam que, a partir de 2015, houve reversão do conflito distributivo em favor do capital na maior parte dos setores da economia. Em 2016, mais da metade dos trabalhadores não obteve qualquer aumento real de salário, e mesmo nos anos subsequentes, 2017 e 2018 a recuperação foi limitada, com ganhos médios abaixo dos registrados no início da década (CAMPEDELLI; SILVA, 2023). No entanto, o setor de serviços apresentou comportamento distinto, com a participação dos salários na renda mantendo trajetória crescente até 2018, ainda que em ritmo moderado.

Tal fenômeno, combinado à retração da demanda, resultou na redução contínua dos *mark-ups*, com as empresas absorvendo custos sem repassá-los integralmente aos preços, a fim de preservar sua base de clientes em meio à recessão (CAMPEDELLI; SILVA, 2023). Assim, a inflação de serviços mostrou-se relativamente resistente até 2016, mas declinou

gradualmente após 2017, acompanhando o enfraquecimento da dinâmica de rendas. Para os autores, o custo unitário do trabalho foi o principal determinante da inflação nesse segmento, dada a sua elevada participação nos custos totais e a baixa exposição a choques externos.

No que se refere à política monetária, as interpretações também divergem. Barbosa (2017) sustenta que a forte desinflação entre 2016 e 2017, com rápida convergência do IPCA à meta, decorreu da ancoragem das expectativas de inflação e da retomada da credibilidade do BC, em ambiente de demanda deprimida e ampla ociosidade. Esses fatores teriam possibilitado cortes sucessivos da taxa Selic a partir de 2017, sem comprometer o regime de metas. Já Oreiro e Silva reconhecem o papel da recessão na geração de hiatos do produto negativos, que contribuíram para conter a inflação, mas atribuem a desinflação majoritariamente, frente à fraqueza da demanda e à ocorrência de choques favoráveis de oferta, como a safra agrícola recorde de 2017, minimizando o papel do ajuste fiscal e das âncoras institucionais no processo.

3.4 Determinantes conjunturais e estruturais da inflação no contexto pandêmico e pós-pandêmico (2019-2022)

Do *impeachment* da Presidente Dilma (2016) ao Governo Temer, foram notadas as consequências da recessão brasileira (2015-2016), conforme apresentado na seção anterior. Já em 2019, o governo Bolsonaro apostou no aprofundamento da agenda liberal, aprovando a reforma da Previdência e propondo flexibilizações trabalhistas e privatizações (ARAÚJO, 2025). Com demanda interna fraca e desemprego elevado, a inflação manteve-se contida e próxima da meta (ARAÚJO, 2025). Diante dessa estabilidade de preços, o Banco Central reduziu a Selic ao longo de 2019, levando-a a mínimos históricos ao final do ano. Parte das autoridades econômicas confiava que uma âncora fiscal (o teto de gastos) combinada com política monetária ortodoxa bastaria para preservar a estabilidade de preços (ARAÚJO, 2025). Contudo, já em 2019 registou-se uma desvalorização do Real, apontando para pressões inflacionárias futuras por conta dos preços de importados.

Tabela 9 - Evolução dos Indicadores Macroeconômicos Selecionados - Brasil (2018-2022)

Ano	PIB Real (%)	Selic Média (%)	Câmbio R\$/US\$ (média)	Média Anual Risco Brasil (EMBI+)	Taxa de Desemprego (%)
2018	1,8	6,48	3,65	264,09	12,25
2019	1,2	5,9	3,95	248,29	12,03
2020	-3,3	2,66	5,16	296,42	13,57
2021	4,8	4,51	5,39	300,73	13,43
2022	3	12,33	5,16	279,47	9,65

Fonte elaboração própria com dados do BCB SGS e IPEA

O quadro mudou abruptamente em março de 2020 com a pandemia de Covid-19. Esse choque sanitário interrompeu a agenda original e exigiu respostas emergenciais, tanto fiscais quanto monetárias (ARAÚJO, 2025). No campo fiscal, foram instituídos o Auxílio Emergencial de R\$ 600 pagos a cerca de 66 milhões de pessoas e outros programas de transferência de renda e de apoio a empresas, o que elevou fortemente os gastos públicos (OREIRO; FERREIRA-FILHO, 2021).

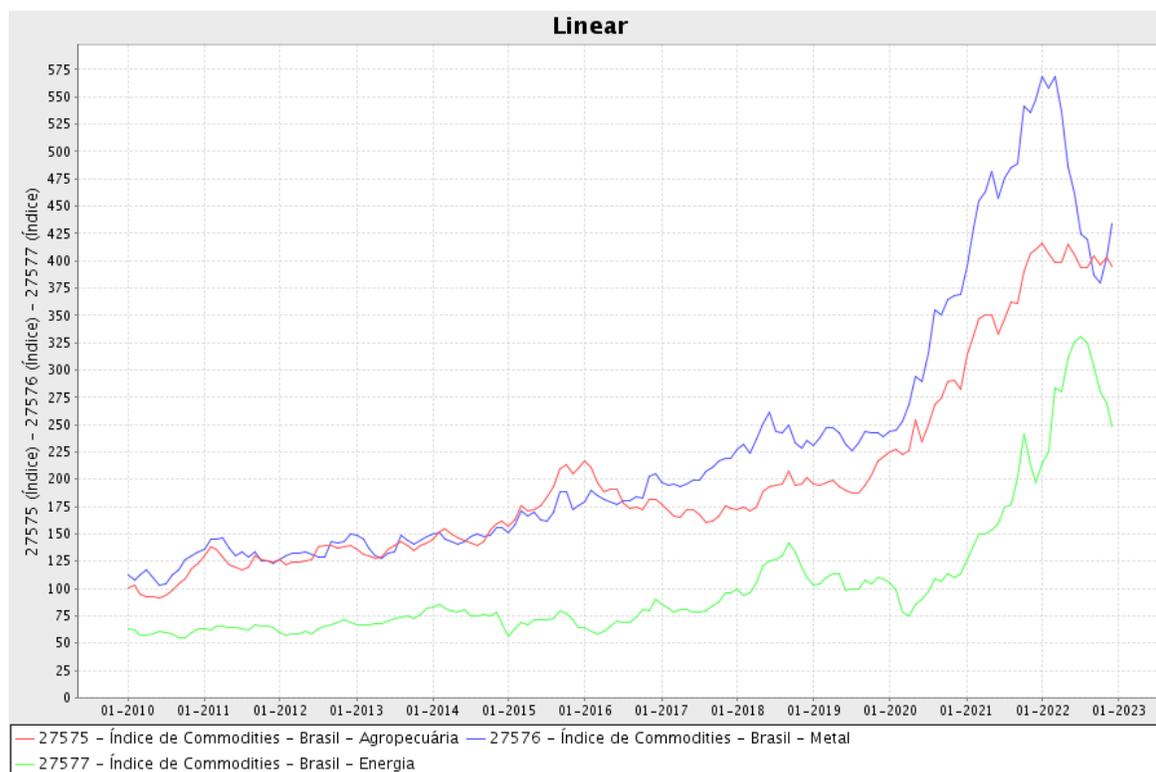
Na política monetária, o Banco Central adotou postura contracíclica, ampliando liquidez, intensificando a sequência de cortes da Selic iniciada em 2016 a níveis mínimos históricos para atenuar a contração econômica (FEIJÓ; ARAÚJO; BRESSER-PEREIRA, 2022; ARAÚJO, 2025). A partir de meados de 2020, porém, começaram a surgir pressões inflacionárias.

Araújo (2025) destaca que choques de oferta globais e a alta dos preços internacionais de *commodities*, combinados à contínua desvalorização cambial, elevaram os preços domésticos. Em particular, para além do choque da COVID, choques contracionistas decorrentes de mudanças climáticas, que oneraram os preços dos alimentos em 2021 (“inflação de alimentos”), que, associados à desvalorização do Real e restrições no mercado global encareceram itens básicos como arroz, feijão, frutas e verduras (BACCARIN; OLIVEIRA, 2021 *apud* ARAÚJO, 2025).

Além disso, fatores estruturais agravaram esse processo, a desmobilização de mecanismos públicos de regulação de estoques de alimentos (por cortes em programas como Plano Nacional Aquisição de Estoques, Programa de Aquisição de Alimentos e

garantias de preços mínimos) deixou o país mais vulnerável à volatilidade externa dos preços (IPEA, 2022; ARAÚJO, 2025). Consequentemente, mesmo com demanda interna deprimida, a inflação começou a reagir já no fim de 2020 às pressões de custo globais (ARAÚJO, 2025; FEIJÓ; ARAÚJO; BRESSER-PEREIRA, 2022).

Ilustração 4 - Índice de preços do setor agrícola; Índice de preços do setor metálico; Índice de preços do petróleo e gás – energia (2010-2023)



Fonte elaboração própria com dados do BCB SGS

Em 2021, após o afrouxamento inicial das restrições sanitárias, a inflação explodiu. O IPCA ultrapassou 10% no ano (ARAÚJO, 2025). Essa alta foi atribuída quase inteiramente a choques de oferta e de custos. Destacam-se especialmente a forte elevação dos alimentos, preços dos combustíveis, decorrente da alta global do petróleo e da política de paridade internacional de preços da Petrobras, como também uma grave crise hídrica (ARAÚJO, 2025). De acordo com este mesmo autor, a escassez de chuvas reduziu a geração hidrelétrica, forçando o acionamento de usinas térmicas caras e ativando a bandeira tarifária de “escassez hídrica” na conta de luz (ARAÚJO, 2025).

Mesmo com crescimento baixo e desemprego alto, a inflação continuou alta, confirmando que fatores externos e estruturais eram o motor principal da inflação naquele período. Ribeiro, Lima, Serra e Sanches (2024), observam que os maiores saltos anuais de preços ocorreram em Habitação (13,04%) e Transportes (21,04%), no entanto, ambos os segmentos revelam baixa sensibilidade às alterações na taxa básica de juros, o que sugere que a elevação da Selic, nesse contexto, tende a impor elevados custos sociais, como a retração da renda e do emprego, sem, contudo, gerar efeitos significativos no controle da inflação (RIBEIRO; LIMA; SERRA; SANCHES, 2024).

Dessa forma, com o panorama atual do aumento inflacionário, o regime de metas decidiu dar uma guinada na política monetária em 2021. Depois de manter a Selic em 2% até o início de 2021, o Banco Central iniciou em março um ciclo de altas, elevando-a a 9,25% ao ano no fim de 2021 (ARAÚJO, 2025). Porém, como discutem Feijó, Araújo e Bresser-Pereira (2022), a eficácia dessa elevação é limitada quando a inflação é gerada por choques de custo. A política de juros atua basicamente para conter os efeitos secundários desses choques, reduzindo a demanda agregada para evitar o repasse integral dos custos aos preços.

Além disso, Feijó, Araújo e Bresser-Pereira (2022) ressaltam que a estrutura econômica brasileira tornou a inflação mais dependente de variáveis externas. A desindustrialização acelerada e o peso elevado de preços administrados (aproximadamente 25% do IPCA), fazem com que grande parte da inflação seja insensível a mudanças na taxa de juros (FEIJÓ; ARAÚJO; BRESSER-PEREIRA, 2022). Nas simulações desses autores, choques na taxa de câmbio e nos preços de *commodities* explicam boa parte da alta dos preços livres e administrados nesse período, enquanto um choque positivo na Selic reduz significativamente apenas os preços livres (pelo impacto negativo na demanda) e só afeta administrados de forma indireta, via leve apreciação cambial (FEIJÓ; ARAÚJO; BRESSER-PEREIRA, 2022).

Dessa forma, no início de 2022 a inflação continuou em níveis elevados e novos choques se sobrepuseram. A guerra entre Rússia e Ucrânia, eclodida em fevereiro, elevou drasticamente os preços internacionais do petróleo, gás natural e produtos agrícolas como

trigo e milho, intensificando ainda mais as pressões inflacionárias no Brasil (ARAÚJO, 2025). Esses fatores levaram o IPCA novamente acima de 10% nos primeiros meses de 2022. Em resposta, o governo Bolsonaro adotou medidas heterodoxas de emergência, além de manter a paridade internacional de preços da Petrobras, reduziu temporariamente impostos federais e estaduais sobre combustíveis, em uma tentativa de transferir para o consumidor parte da queda dos preços (ARAÚJO, 2025). Essas ações ajudaram a desacelerar os preços dos combustíveis e a arrefecer a inflação no final de 2022.

Paralelamente, o Banco Central continuou o ciclo de aperto, elevando a Selic a 13,75% em agosto de 2022, resultando em uma das maiores taxas reais de juros do mundo naquele ano (ARAÚJO, 2025). Mesmo assim, 2022 foi finalizado com inflação acima da meta. Tal desfecho era previsível diante da natureza essencialmente exógena e estrutural dos choques inflacionários enfrentados. Assim, em um contexto de choques externos de oferta a elevação da Selic, embora necessária para segurar expectativas e conter a demanda, não se mostra suficiente para reverter rapidamente uma inflação originada principalmente por fatores de custo.

3.5 Inflação e Política Monetária no Brasil: Limites da Selic no Controle Inflacionário.

Conforme exposto anteriormente, o Tripé Macroeconômico foi estruturado com o objetivo de assegurar a estabilidade monetária por meio do controle inflacionário. Assim, instituiu-se, em 1999, o regime de metas de inflação, vigente até os dias atuais, cuja finalidade é garantir a estabilidade de preços mediante a convergência gradual da inflação ao centro da meta previamente estabelecida.

O principal instrumento de transmissão da política monetária nesse arcabouço é o controle da demanda agregada por meio da taxa básica de juros (Selic). Quando a inflação observada supera a meta estipulada, eleva-se a Selic com a finalidade de desestimular o consumo e o investimento, promovendo o arrefecimento da atividade econômica e, conseqüentemente, reduzindo as pressões inflacionárias. No entanto, os efeitos colaterais dessa estratégia tornaram-se evidentes ao longo do tempo, manifestando-se em baixo dinamismo do crescimento econômico, aumento da dívida pública e prevalência de um

ambiente marcado pelo rentismo e pela compressão do investimento produtivo (SILVA; TORREZAN, 2020).

Dessa forma, é crucial avaliar quão eficaz é a elevação da Selic em controlar a inflação de acordo com a composição setorial dos preços, dado que diferentes componentes do IPCA podem reagir de forma diferenciada aos movimentos dos juros básicos. O IPCA agregado é composto por nove grupos de bens e serviços (tais como Alimentação e bebidas, Habitação, Transportes, Vestuário, Artigos de residência, Saúde e cuidados pessoais, Despesas pessoais, Educação e Comunicação), os quais se subdividem em diversos subgrupos e itens específicos.

Assim, Ribeiro, Lima, Serra e Sanches (2024) fizeram um estudo para saber se os preços de todos esses itens respondem de maneira homogênea, em direção e magnitude, às variações da taxa Selic. Para isso, eles empregam uma abordagem econométrica de Projeções Locais proposta por Jordà (2005; *apud*, RIBEIRO; LIMA; SERRA; SANCHES, 2024) para estimar as respostas de inflação a choques de política monetária. Os autores aplicam essa técnica aos dados mensais desagregados do IPCA (grupos e subgrupos) no período de 2007 a 2023.

Os achados do estudo evidenciam uma marcada heterogeneidade na transmissão da política monetária sobre os preços relativos da economia brasileira. Determinados grupos de preços mostram alta sensibilidade à taxa de juros, ao passo que outros exibem resposta nula ou muito limitada. Em particular, setores como Alimentação e bebidas e Vestuário apresentaram reduções significativas em suas taxas de inflação quando a Selic foi elevada, denotando alta elasticidade-preço diante do aperto monetário. Complementarmente, Martinez (2012), que também analisou a dinâmica inflacionária brasileira mediante desagregação detalhada do IPCA, destaca que os preços dos alimentos comercializáveis são altamente voláteis, sujeitos a flutuações internacionais e choques climáticos domésticos. Em contrapartida, alimentos não comercializáveis (especialmente refeições fora do domicílio) exibem comportamento característico do setor de serviços, influenciado mais diretamente pelo mercado de trabalho e políticas de salário mínimo (MARTINEZ, 2012).

O grupo Artigos de residência (que engloba móveis, eletrodomésticos e bens duráveis do lar) também se mostrou bastante sensível, a contração do crédito e da renda disponível provocada pelos juros mais altos, que tende a desacelerar a inflação desses bens de forma perceptível (RIBEIRO; LIMA; SERRA; SANCHES, 2024). Por outro lado, grupos como Habitação e Comunicação praticamente não responderam às oscilações da Selic, sugerindo que a política monetária teve efeitos estatisticamente insignificantes sobre os preços desses segmentos.

De acordo com estes autores (RIBEIRO; LIMA; SERRA; SANCHES, 2024), a inflação de Habitação, que abrange itens como tarifas de energia elétrica, água, aluguel residencial e condomínio, manteve-se amplamente insensível ao ciclo de juros, assim como o grupo Comunicação (telefonia, internet, serviços postais), cujos preços são em boa parte administrados ou têm dinâmica própria pouco ligada a flutuações de demanda. Os demais componentes do IPCA situam-se em algum ponto intermediário desse espectro de sensibilidade, por exemplo, o grupo Transportes apresentou resposta moderada à elevação dos juros, refletindo impactos diferenciados dentro dele, combustíveis e veículos mostraram alguma sensibilidade via canal do câmbio e do crédito, enquanto tarifas de transporte público (preços administradas) pouco reagiram. De forma análoga, segmentos de Saúde e cuidados pessoais e Educação exibiram elasticidades baixas, compatíveis com a natureza mais rígida de muitos de seus preços (planos de saúde com reajustes regulados, mensalidades escolares predeterminadas, etc.).

Do mesmo modo, Tomazzi e Meurer (2009), por meio de uma análise desagregada entre os anos de 1999 e 2008, identificaram pronunciada heterogeneidade setorial nos efeitos provocados por elevações da taxa de juros. Os resultados indicaram que setores intensivos em crédito ao consumidor, especialmente aqueles ligados a bens duráveis e veículos automotores, sofreram as quedas mais expressivas na produção após o choque monetário. Setores produtores de bens de capital e bens intermediários também apresentaram contrações relevantes, porém com efeitos prolongados devido à defasagem típica das decisões de investimento e à rigidez contratual existente nesses segmentos. Em contrapartida, o segmento produtor de bens de consumo não duráveis revelou-se praticamente insensível à política monetária restritiva, apresentando impactos

estatisticamente insignificantes, o que se explica pela tendência das famílias de priorizar o consumo de itens essenciais (TOMAZZI; MEURER, 2009).

Assim, as pesquisas demonstram que o impacto da política monetária não é uniforme entre os diversos preços da economia, mas sim profundamente condicionado pelas características de cada setor. Essa conclusão mantém-se válida inclusive em nível de subgrupos do IPCA, dentro de um mesmo grande grupo de despesas, observam-se respostas distintas conforme o item específico. Itens pertencentes a setores de bens industrializados e comercializáveis tendem a acusar maior queda de inflação diante de juros altos, ao passo que subitens de serviços ou com preços indexados apresentam reações tênues ou nulas (RIBEIRO; LIMA; SERRA; SANCHES, 2024; TOMAZZI; MEURER, 2009). Tais evidências reforçam a visão de que a composição setorial da inflação importa para a eficácia da política monetária.

Dado que a inflação agregada é a média ponderada das inflações setoriais, a efetividade da Selic em controlar o IPCA dependerá crucialmente de quais grupos de preços estão dominando a dinâmica inflacionária em cada momento. Quando a alta inflacionária se concentra em setores altamente sensíveis aos juros como bens de consumo flexíveis e duráveis, uma elevação da Selic tende a conseguir desacelerar a alta de preços de forma relativamente eficaz. Nesses episódios, a autoridade monetária dispõe de um instrumento potente para trazer a inflação de volta à meta, ainda que à custa de alguma contração na atividade. Em contrapartida, se o surto inflacionário estiver sendo impulsionado por segmentos pouco responsivos, por exemplo, por reajustes de preços administrados pelo governo ou choques de oferta adversos em itens essenciais, então o aumento da taxa de juros produzirá efeitos limitados sobre a inflação corrente, podendo implicar um elevado custo em termos de atividade e emprego para um benefício modesto em termos de desinflação (RIBEIRO; LIMA; SERRA; SANCHES, 2024).

Conforme enfatizado, a eficácia da política monetária será maior ou menor a depender de quais grupos estejam puxando a inflação no período considerado. Essa interpretação coaduna-se com a observação de Barboza (2015), que aponta que cerca de 25% a 30% da cesta do IPCA é composta por preços administrados (tarifas públicas,

combustíveis sob regulação, contratos indexados, etc.), os quais tendem a ser insensíveis a variações na taxa básica de juros, obstruindo parcialmente o mecanismo de transmissão monetária (BARBOZA, 2015; apud RIBEIRO; LIMA; SERRA; SANCHES, 2024). Em outras palavras, uma fração considerável dos preços ao consumidor no Brasil possui dinâmica própria (definida por contratos de longo prazo ou por determinação legal) e não responde ao enfraquecimento da demanda agregada induzido pela política monetária. Esse fator estrutural ajuda a explicar por que, em diversos momentos, o BC elevou os juros e ainda assim obteve sucesso limitado em conter a inflação, especialmente quando os choques inflacionários advieram do lado da oferta ou de ajustes em preços administrados, fora do alcance direto da taxa Selic.

Dessa forma, para promover a redução da inflação em setores cujos preços são pouco sensíveis à taxa básica de juros, o Banco Central é compelido a adotar uma política monetária excessivamente restritiva. Tal política acarreta elevados custos econômicos e sociais, expressos pela redução do nível de atividade econômica e aumento do desemprego, tornando-se, dessa maneira, um meio necessário para evitar o repasse integral dos choques de custo aos preços finais (FEIJÓ; ARAÚJO; BRESSER-PEREIRA, 2022). Nesse contexto, a capacidade efetiva do Banco Central de controlar a dinâmica dos preços revela-se limitada. Tal limitação evidencia-se especialmente quando a inflação decorre predominantemente de choques de custos internos e externos, e não do excesso de demanda, tornando a política monetária particularmente problemática e pouco eficiente (FEIJÓ; ARAÚJO; BRESSER-PEREIRA, 2022).

Portanto, a predominância de medidas monetárias fundamentadas exclusivamente na restrição da demanda, especialmente por meio do ajuste da taxa de juros, evidencia as limitações de um modelo único de estabilização. Campedilli (2017, p. 89) ressalta que “a causa inflacionária possui diversas origens, fora do âmbito da demanda, e que o controle tradicional realizado pelo regime de metas é incompleto no seu tratamento, já que não ataca a real origem do problema”, evidenciando, assim, a necessidade de se adotar uma abordagem plural que contemple tanto fatores de demanda quanto de oferta. Essa dualidade teórica é reforçada por Baer (2009), que argumenta que cada corrente explicativa capta

apenas parte dos determinantes da inflação, contribuindo para a formulação de políticas que, muitas vezes, não alcançam a plena eficácia desejada.

Diante desse cenário, o economista Lara Resende, a partir de 2017, iniciou uma inflexão teórica em sua trajetória, passando a criticar publicamente esse modelo ortodoxo. Influenciado pela Modern Monetary Theory (MMT), Resende passou a defender uma nova forma de entender a moeda, a dívida pública e o papel do Estado na economia. Para ele, a macroeconomia convencional impõe uma “camisa de força ideológica”, travestida de neutralidade técnica, mas que na prática limita a atuação estatal e favorece a concentração de riqueza (LARA RESENDE, 2022).

Segundo Resende, diferentemente do que supõe a visão ortodoxa, a taxa de juros é um instrumento exógeno de política monetária, definido pelo banco central. A moeda, por outro lado, é endógena, pois sua quantidade responde à demanda do sistema bancário (RESENDE, 2022). A taxa Selic, portanto, não decorre da interação entre oferta e demanda por poupança, mas é fixada pelo banco central, que ajusta a liquidez do sistema conforme necessário. Dessa forma, elevar o juros pode, paradoxalmente, aumentar as expectativas inflacionárias, ao elevar o custo de oportunidade da moeda e incentivar preços futuros mais altos (RESENDE, 2022).

Nesse sentido, Resende propõe que a taxa básica de juros seja mantida abaixo da taxa de crescimento do PIB, garantindo a sustentabilidade da dívida pública no longo prazo. Ele argumenta que, com expectativas bem ancoradas e ociosidade produtiva elevada, não há justificativa técnica para taxas de juros tão altas como as praticadas historicamente no Brasil (RESENDE, 2022).

Assim, outra crítica central de Resende, está na exigência contínua de superávits primários que restringiu o espaço fiscal, impondo cortes de despesas e investimentos públicos mesmo em momentos de crise. A taxa básica de juros, a Selic, permaneceu artificialmente elevada, não apenas para conter a inflação, mas também para manter a atratividade de capital externo e viabilizar a rolagem da dívida pública. Isso gerou um círculo vicioso de endividamento e compressão do investimento produtivo, tornando o

ambiente macroeconômico cada vez mais refém de interesses financeiros (SILVA; TORREZAN, 2020).

Segundo essa crítica, o discurso ortodoxo que orienta a política monetária brasileira funciona como instrumento de restrição política, ao mesmo tempo em que permite a expansão irrestrita do crédito bancário privado. Essa assimetria resulta na inflação de ativos financeiros e na ampliação da desigualdade de riqueza, com o crédito sendo direcionado a setores rentistas em detrimento do investimento produtivo (RESENDE, 2022). Em países com moeda soberana, a dívida pública denominada em moeda local não oferece risco de crédito, pois o Estado sempre poderá honrá-la por meio da emissão monetária.

Sob essa ótica, Resende (2022) propõe que a dívida pública interna seja entendida como o passivo do Estado e, simultaneamente, o ativo financeiro do setor privado. Assim, todo aumento da dívida implica aumento equivalente da riqueza financeira privada. No entanto, essa riqueza tende a se concentrar, pois os detentores dos títulos públicos são, em geral, agentes superavitários de alta renda.

A MMT também oferece uma nova leitura sobre a inflação. Para Resende, a inflação não resulta diretamente do excesso de moeda em circulação, mas de dois fatores principais: (i) superaquecimento da demanda agregada além da capacidade produtiva e (ii) choques de oferta que alteram as expectativas dos agentes. A partir desses choques, a inflação adquire caráter inercial, sustentada pelas expectativas de reajustes contínuos de preços. Nessa linha, se as expectativas estiverem ancoradas, o aumento dos gastos públicos não necessariamente gerará inflação (RESENDE, 2019).

Resende (2022) argumenta que o financiamento público mais barato viria, não da emissão de títulos com juros elevados, mas do uso das reservas bancárias remuneradas à taxa de inflação. Como há alta demanda por essas reservas, seria possível expandir os gastos do governo “creditando” reservas sem enfrentar um limite financeiro estrito. O verdadeiro limite, segundo ele, está na capacidade produtiva da economia, se o gasto ultrapassar esse limite, surgem pressões inflacionárias ou déficits em conta corrente (RESENDE, 2022).

Evidencia-se a incoerência da ortodoxia neoliberal: condena-se o endividamento público, mas aceita-se irrestritamente o socorro estatal aos bancos em crises. Da mesma forma, aceita-se a emissão monetária para estabilidade financeira, mas rejeita-se seu uso para investimentos sociais. Essa lógica restringe o crédito público, libera o privado e perpetua bolhas, crises e desigualdades (RESENDE, 2022).

Para superar essa armadilha, Resende (2022) propõe repensar a governança macroeconômica e adotar uma contabilidade pública orientada por valores sociais. O Estado deve utilizar uma política fiscal mais ativa, atuando como agente indutor do crescimento econômico, mesmo que isso implique déficits fiscais moderados e planejados. A prioridade, nesse caso, seriam os investimentos produtivos, sociais e em infraestrutura, elevando o PIB potencial e promovendo desenvolvimento de longo prazo. Como destacam Silva e Torrezan (2020), a MMT insere a política fiscal no centro das decisões da economia, rompendo com o paradigma do ajuste permanente baseado em metas fiscais rígidas.

Em síntese, as ideias de Lara Resende, que foi um dos principais economistas que defenderam a MMT no Brasil, não apenas criticam os fundamentos da macroeconomia convencional, mas propõem um novo modelo de atuação estatal, no qual a política fiscal e a moeda sejam instrumentos de desenvolvimento, e não de contenção. Essa inflexão teórica, ainda que polêmica, reacende o debate sobre os rumos da política econômica brasileira e convida à superação de dogmas que já não entregam estabilidade, crescimento ou justiça social.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho buscou estudar os determinantes da inflação brasileira ao longo da conjuntura econômica brasileira. Para isso, propôs apresentar parte da discussão teórica sobre a ortodoxia e heterodoxia em termos monetários e suas implicações para o processo inflacionário, no primeiro capítulo.

No segundo capítulo, resgatou-se o período hiperinflacionário brasileiro, analisando os fatores estruturais e institucionais que moldaram a dinâmica inflacionária. Estruturalmente, os choques exógenos como as crises do petróleo, o aumento da *prime rate* americana e maxidesvalorizações cambiais típicas do final dos anos 1970-1980, fortaleceram a crise da dívida externa, fragilizando a economia brasileira e potencializando os mecanismos de indexação e a inércia inflacionária. Desse modo, institucionalmente, destaca-se a indexação generalizada da economia, caracterizando-se pela “autorrepliação” dos índices de preços. Nesse contexto, a inflação atingiu níveis históricos, tornando-se predominantemente determinada por sua própria inércia, com choques de oferta e demanda apresentando efeitos marginais sobre sua trajetória.

No terceiro capítulo, foi analisado o período no qual a dinâmica inflacionária brasileira passou a refletir, de forma mais pronunciada, os efeitos de choques de oferta e demanda, consolidada após a implementação do tripé macroeconômico. Nesse contexto, a inflação transicionou de uma característica predominantemente inercial, marcante no período pré-Plano Real, para uma maior sensibilidade a fatores conjunturais e estruturais. As análises evidenciam que os episódios inflacionários foram majoritariamente impulsionados por choques de oferta, amplificados por fragilidades estruturais da economia nacional. Dentre estas, destacam-se a perda de complexidade produtiva e a elevada dependência de exportações de *commodities*, fatores que elevaram a vulnerabilidade da inflação doméstica à volatilidade cambial e às flutuações dos preços internacionais de bens primários.

Adicionalmente, identificaram-se episódios de pressões distributivas (como em 2014), cuja gênese também se vincula à baixa produtividade estrutural. Por fim, discutiu-se a limitação da política monetária – via taxa Selic – como instrumento de controle inflacionário diante de choques de oferta, dada a reduzida sensibilidade de componentes significativos do IPCA à taxa de juros. Esta constatação reforça os limites de uma abordagem exclusivamente ortodoxa para conter pressões inflacionárias de origem não demandante.

De toda análise, este trabalho conclui que embora o regime de metas de inflação seja crucial para ancorar expectativas e controlar pressões de demanda, sua eficácia não deixa de ser limitada em contextos nos quais a inflação é predominantemente impulsionada por choques de oferta e por rigidez estrutural – característica marcante da economia brasileira pós-Plano Real. Nesses casos, o combate inflacionário via elevação da taxa de juros (Selic), especialmente em cenários de choques adversos e recessivos impõe custos elevados, sem necessariamente conseguir conter a inflação. Tal evidência reforça os limites da abordagem ortodoxa quando as pressões inflacionárias emanam de fatores estruturais e choques de oferta.

Finalmente, como agenda de pesquisa, destaca-se a importância de avançar neste estudo, considerando análises mais recentes e comparativos deste debate sobre os principais determinantes da inflação em países que adotam regimes de metas de inflação; e ampliar a investigação de políticas capazes de mitigar vulnerabilidades a choques de oferta externos, reduzindo a transmissão destes à inflação.

Além disso, torna-se necessário promover um debate crítico sobre as limitações do atual regime macroeconômico brasileiro, ancorado no tripé macroeconômico. A superação dessas amarras exige abertura a novas abordagens teóricas e empíricas. Nesse contexto, teorias como a Teoria Monetária Moderna (MMT) emergem como alternativas relevantes, ao oferecerem uma concepção distinta sobre o papel do Estado, da moeda e da inflação na economia contemporânea. Assim, aprofundar o estudo da MMT pode contribuir para a formulação de caminhos inovadores que conciliam estabilidade macroeconômica com desenvolvimento econômico sustentado, particularmente no caso brasileiro.

5. REFERÊNCIAS

ABREU, Marcelo de Paiva; WERNECK, Rogério L. F. Estabilização, abertura e privatização, 1990-1994. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). *A ordem do progresso: dois*

séculos de política econômica no Brasil. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. cap. 15, p. 313-330.

ARAÚJO TORREZAN, Raphael Guilherme; SILVA, Guilherme da. *A abordagem de Lara Resende sobre a Modern Monetary Theory e a contestação do Tripé Macroeconômico*. In: XXV Encontro Nacional de Economia Política, 2020, Salvador. *Anais do XXV Encontro Nacional de Economia Política*. Sociedade Brasileira de Economia Política, 2020.

ARAÚJO, Victor Leonardo. A economia brasileira sob o governo Bolsonaro (2019–2022): neoliberalismo radical e pragmatismo econômico. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, n. 71, p. 77–112, jan./abr. 2025.

ARIDA, Pérsio; RESENDE, André Lara. *Inflação zero: Brasil, Argentina e Israel*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986. 96 p.

BAER, Werner. *A economia brasileira*. 3. ed. rev., ampl. e atual. Tradução de Edite Sciulli. São Paulo: Nobel, 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Índice de preços do setor agrícola (SGS 27575); Índice de preços do setor metálico (SGS 27576); Índice de preços do petróleo e gás – energia (SGS 27577). Sistema Gerenciador de Séries Temporais – SGS. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/sgs>. Acesso em: 01 jul. 2025.

BARBOSA FILHO, N. (2015). O desafio macroeconômico de 2015-2018. *Brazilian Journal of Political Economy*, 35(3), 403–425. <https://doi.org/10.1590/0101-31572015v35n03a02>

BARBOSA FILHO, Fernando de Holanda. A crise econômica de 2014/2017. *Estud. av.*, São Paulo, v. 31, n. 89, p. 125-142, jan./abr. 2017. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890006>

BARBOZA, Ricardo de Menezes. Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 35, n. 1, p. 133-155, 2015.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Produto Interno Bruto – Taxa de variação real no ano (código 7326). Sistema de Séries Temporais – SGS. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 01 jul. 2025.

BRASIL. Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços. ComexStat – Estatísticas de Comércio Exterior. Disponível em: <https://comexstat.mdic.gov.br>. Acesso em: 01 jul. 2025.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Resultados Desalentadores do Plano Verão. *Folha de S.Paulo*, São Paulo, p. 1, 18 maio 1989.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Heterodoxia e Ortodoxia no Plano Bresser. *Revista Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, ano XXXVII, n. 2, p. 52-54, fev. 1993.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. A economia e a política do Plano Real. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 14, n. 4 (56), p. 643-669, out./dez. 1994. <https://doi.org/10.1590/0101-31571994-0840>

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. A inflação decifrada. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 16, n. 4, p. 115-132, 1996.

CAMPEDELLI, André Luis; LACERDA, Antonio Corrêa de. Uma crítica pós-keynesiana ao Regime de Metas de Inflação (RMI) no Brasil. *Pesquisa & Debate Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política*, São Paulo, v. 25, n. 2(46), p. 5-24, 2014. <https://revistas.pucsp.br/index.php/rpe/article/view/21493>

CAMPEDELLI, André Luis. O regime de metas de inflação: uma crítica a partir da visão heterodoxa. In: LACERDA, Antônio Corrêa de (Org.). *Desenvolvimento brasileiro em debate: Grupo de Pesquisa sobre Desenvolvimento Econômico e Política Econômica da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (DEPE/PUC-SP)*. São Paulo: Blucher, 2017. cap. 4, p. 79-96.

CAMPEDELLI, André Luis; PINTO DA SILVA, Fernando. Conflito distributivo e Inflação: uma análise do caso brasileiro entre 2011-2018. *Pesquisa & Debate Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política*, São Paulo, v. 34, n. 2(62), p. 44-63, 2023. <https://doi.org/10.23925/1806-9029.v35i2e60736>

CARNEIRO NETTO, Dionísio Dias. Crise e esperança, 1974-1980. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). *A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. cap. 12, p. 241-262.

CARNEIRO NETTO, Dionísio Dias; MODIANO, Eduardo Marco. Ajuste externo e desequilíbrio interno, 1980-1984. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). *A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. cap. 13, p. 263-280.

CARVALHO, André Roncaglia. A persistência da indexação no Brasil pós-Real. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 34, n. 2, p. 266-283, 2014.

CARVALHO, Fernando José Cardim de. *Economia Monetária e Financeira - Teoria e Política*. 3. ed. Rio de Janeiro: GEN Atlas, 2015. E-book. ISBN 9788595154896. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788595154896/>. Acesso em: 02 abr. 2025.

CARVALHO, Fernando José Cardim de. *Keynes e os pós-keynesianos*. Rio de Janeiro: Alta Books, 2020. E-book. ISBN 9786555201710. Disponível em:

<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786555201710/>. Acesso em: 07 abr. 2025.

CARVALHO, Leonardo Mello de. O papel das políticas anticíclicas e o agravamento dos desequilíbrios macroeconômicos (2009-2013). In: RIBEIRO, Fernando José da S. P. (Org.). *Economia brasileira no período 1987-2013: relatos e interpretações da análise de conjuntura no Ipea*. Brasília: Ipea, 2015. cap. 6, p. 179-198.

CASTRO, Lavínia Barros de. Esperança, frustração e aprendizado: a história da Nova República (1985-1989). In: GIAMBIAGI, Fabio (Org.). *Economia brasileira contemporânea*. 3. ed. Rio de Janeiro: GEN Atlas, 2016. E-book. p. 96. ISBN 9788595154766. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788595154766/>. Acesso em: 07 jul. 2025.

CASTRO, Lavínia Barros de. Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 90. In: GIAMBIAGI, Fabio (Org.). *Economia brasileira contemporânea*. 3. ed. Rio de Janeiro: GEN Atlas, 2016. E-book. p. 96. ISBN 9788595154766. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788595154766/>. Acesso em: 07 jul. 2025.

DRUMOND, C. E. I.; JESUS, C. S. de. Nova síntese neoclássica e política monetária: Uma apreciação didática. *Nexos Econômicos*, v. 6, n. 1, p. 83-94, 2012.

FEIJÓ, Carmem; ARAÚJO, Eliane Cristina; BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Política monetária no Brasil em tempos de pandemia. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 42, n. 1, p. 150–171, jan./mar. 2022.

FRAGA, Armínio. O Brasil e a política monetária: desafios e caminhos. In: GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. (Orgs.). *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 565-579.

FRIEDMAN, Milton. The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, v. 58, n. 1, p. 1-17, 1968.

FURTADO, Celso. *Formação Econômica do Brasil*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1959.

GASPARI, Elio. *A Ditadura Encurralada: 1978-1985*. São Paulo: Companhia das Letras, 2004.

GIAMBIAGI, Fabio. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC (1995-2002). In: GIAMBIAGI, Fabio (Org.). *Economia brasileira contemporânea*. 3. ed. Rio de Janeiro: GEN Atlas, 2016. E-book. p. 96. ISBN 9788595154766. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788595154766/>. Acesso em: 01 jul. 2025.

HERMANN, Jennifer. Auge e declínio do modelo de crescimento com endividamento: o II PND e a crise da dívida externa (1974-1984). In: GIAMBIAGI, Fabio (Org.). *Economia brasileira contemporânea*. 3. ed. Rio de Janeiro: GEN Atlas, 2016. E-book. p. 96. ISBN 9788595154766. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788595154766/>. Acesso em: 01 jul. 2025.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). Dívida pública total (PAN12_DTSPY12). Ipeadata. Disponível em: <https://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=38385>. Acesso em: 01 jul. 2025.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) geral: taxa de variação (PRECOS12_IPCAG12). IPEADATA. Disponível em: <https://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=36482>. Acesso em: 01 jul. 2025.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). Taxa de câmbio comercial para compra: real (R\$) / dólar americano (US\$) – média mensal (GM366_ERC366). Ipeadata. Disponível em: <https://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=366>. Acesso em: 01 jul. 2025.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). Taxa de desemprego (PAN12_TD12). Ipeadata. Disponível em: <https://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=38576>. Acesso em: 01 jul. 2025.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). Taxa de investimento nominal (PAN4_FBKFPBV4). Ipeadata. Disponível em: <https://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=43869>. Acesso em: 01 jul. 2025.

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

LIBÂNIO, Gilberto A. *Temas de política monetária: uma perspectiva pós-keynesiana*. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2004. 22 p. (Texto para Discussão, n. 229).

LIMA, Livia Cardoso. *A influência da abertura econômica e da flexibilização cambial na etiologia inflacionária brasileira pós-1999*. 2010. 124 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.

LÓPEZ, Julio; PUCHET, Martín; ASSOUS, Michael. Michal Kalecki, um pioneiro da teoria econômica do desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 29, n. 2, p. 212-229, abr./jun. 2009. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572009000200002>

MARTINEZ, Thiago Sevilhano. Inflação e o padrão de crescimento brasileiro: considerações a partir da desagregação do IPCA. Brasília, DF: IPEA, 2012. (*Texto para Discussão*, n. 1752).

MODIANO, Eduardo Marco. A ópera dos três cruzados, 1985-1990. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). *A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. cap. 14, p. 281-312.

NOYOLA VÁZQUEZ, Juan. El Desarrollo Económico y La Inflación En México y Otros Países Latinoamericanos. *Investigación Económica*, v. 16, n. 4, p. 603-648, 1956. <http://www.jstor.org/stable/42782949>

OREIRO, José Luis. A grande recessão brasileira: diagnóstico e uma agenda de política econômica. *Estudos Avançados*, São Paulo, v. 31, n. 89, p. 75-88, jan./abr. 2017. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890005>

OREIRO, José Luis. As contribuições de Fernando Cardim de Carvalho. In: CARVALHO, Fernando José Cardim de. *Keynes e os pós-keynesianos*. Rio de Janeiro: Alta Books, 2020. E-book. p. 215. ISBN 9786555201710. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786555201710/>. Acesso em: 07 jul. 2025.

OREIRO, José Luis da Costa; FERREIRA FILHO, Helder Lara. O Brasil pós-pandemia: sustentabilidade da dívida sob um novo arcabouço fiscal. In: FONACATE (Org.). *Financeirização e privatização das finanças públicas no Brasil: arranjo institucional e implicações econômicas e sociais*. Brasília: FONACATE, 2021. p. 1-28. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/357199660_O_Brasil_Pos-Pandemia_sustentabilidade_da_divida_sob_um_novo_arcabouco_fiscal. Acesso em: 01 jul. 2025.

OREIRO, José Luis da Costa; PAULA, Luiz Fernando de. *A economia brasileira no governo Temer e Bolsonaro: uma avaliação preliminar*. Preprint, 29 set. 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.28213.01766>. Acesso em: 07 jul. 2025.

RIBEIRO, Fernando José da S. P. Ajuste interno e externo e a consolidação de um novo regime de política econômica (1999-2003). In: RIBEIRO, Fernando José da S. P. et al. (Org.). **Economia brasileira no período 1987-2013: relatos e interpretações da análise de conjuntura no Ipea**. Brasília: Ipea, 2015. cap. 5, p. 137-162. ISBN 978-85-7811-258-5.

RESENDE, André. L. Consenso e contrassenso: déficit, dívida e previdência. *Valor Econômico*, São Paulo, 8 mar. 2019. Disponível em: <https://valor.globo.com/eu-e/noticia/2019/03/08/consenso-e-contrassenso-deficit-divida-e-previdencia.ghtml>. Acesso em: 22 jul. 2025.

RESENDE, André. L. *Juros, moeda e ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas*. 1. ed. São Paulo: Portfolio Penguin, 2017.

RESENDE, André. L. *A camisa de força ideológica da macroeconomia*. Texto para discussão. Rio de Janeiro: Núcleo de Economia Política, CEBRI, 2022.

RIBEIRO, Rafael S. M.; LIMA, Gilberto Tadeu; SERRA, Gustavo Pereira; SANCHES, Marina Da Silva. O impacto desigual da taxa Selic nos preços da economia brasileira. *Nota de Política Econômica*, São Paulo: MADE - Centro de Pesquisa em Macroeconomia das Desigualdades, n. 57, 16 set. 2024.

SAWAYA, Rubens R. Ortodoxia e desenvolvimento: inflação e mito. In: LACERDA, Antonio C. (Org.). *Desenvolvimento brasileiro em debate*. São Paulo: Blucher, 2017. p. 73-94.

SICSÚ, João. Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana. *Análise Econômica*, Porto Alegre, v. 21, n. 39, p. 133–152, 2003. Disponível em: <https://doi.org/10.22456/2176-5456.10725>. Acesso em: 03 jun. 2025.

SUNKEL, Osvaldo. La inflación chilena: un enfoque heterodoxo. *El Trimestre Económico*, Ciudad do México, v. 25, n. 100(4), p. 570-599, oct./dic. 1958. <https://www.jstor.org/stable/20855451>

TOMAZZI, Eduardo Cardeal; MEURER, Roberto. O mecanismo de transmissão da política monetária no Brasil: uma análise em VAR por setor industrial. *Revista Economia Aplicada*, São Paulo, v. 13, n. 4, p. 371–398, out.-dez. 2009.

WERNECK, Rogério L. F. Alternância política, redistribuição e crescimento, 2003-2010. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). *A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. cap. 17, p. 357-381.

WERNECK, Rogério L. F. Consolidação da estabilização e reconstrução institucional, 1995-2002. In: ABREU, Marcelo de Paiva (Org.). *A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. cap. 16, p. 331-356.