



UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

DANIEL AUGUSTO VERNIZE DE ARAUJO

REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL:
UMA VISÃO PÓS-KEYNESIANA

CURITIBA

2024

DANIEL AUGUSTO VERNIZE DE ARAUJO

REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL:
UMA VISÃO PÓS-KEYNESIANA

Dissertação apresentada ao Programa Profissional de Pós-graduação em Economia – PPGEcon, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Larissa Naves de Deus Dornelas

CURITIBA

2024

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SISTEMA DE BIBLIOTECAS – BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

Araujo, Daniel Augusto Vernize de

Regime de metas de inflação no Brasil: uma visão Pós-Keynesiana /
Daniel Augusto Vernize de Araujo. – 2024.

1 recurso on-line: PDF.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal do Paraná, Setor de
Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Economia.
Orientadora: Larissa Naves de Deus Dornelas.

1. Economia. 2. Economia Pós-Keynesiana. 3. Inflação. 4. Dívida pública.
5. Brasil. I. Dornelas, Larissa Naves de Deus. II. Universidade Federal do
Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação
em Economia. III. Título.

Bibliotecário Eduardo Silveira – CRB – 9/1921

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação ECONOMIA da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **DANIEL AUGUSTO VERNIZE DE ARAUJO** intitulada: **REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL: UMA VISÃO PÓS-KEYNESIANA**, sob orientação da Profa. Dra. LARISSA NAVES DE DEUS DORNELAS, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 21 de Março de 2024.

Assinatura Eletrônica

22/03/2024 13:25:06.0

LARISSA NAVES DE DEUS DORNELAS

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

25/04/2024 14:05:15.0

JOSÉ GUILHERME SILVA VIEIRA

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

22/04/2024 15:36:53.0

DYEGGO ROCHA GUEDES

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO SUL E SUDESTE DO PARÁ)

RESUMO

O regime de metas de inflação (RMI) baseia-se nos princípios do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), representado principalmente pelas escolas Novo-Clássica e Novo-Keynesiana, tendo como objetivo central o controle de preços da economia. Embora amplamente adotado em vários países, não é unanimidade nas Ciências Econômicas, enfrentando críticas de escolas do pensamento econômico, como a pós-keynesiana, que defende uma abordagem mais ampla da política monetária. Este trabalho visa examinar a concepção de moeda e os instrumentos de política monetária segundo Keynes e os pós-keynesianos, destacando críticas ao regime de metas de inflação, tanto teóricas quanto práticas, no contexto brasileiro. Para tanto, foram utilizados os métodos bibliográfico e estatístico, contemplando a análise de dados macroeconômicos brasileiros de 1999 a 2022. Os resultados apontam problemas do RMI no Brasil, especialmente pela taxa básica de juros historicamente alta, a inflação fora da meta em diversos períodos e um crescimento econômico relativamente baixo em comparação com outros países. Além disso, observou-se que parte da fragilidade das finanças públicas brasileiras é resultado do uso excessivo das operações compromissadas. Sendo estas indexadas à taxa básica de juros, acabam por tornar o custo de refinanciamento da dívida pública muito elevado e, desta forma, prejudicam a eficácia da política monetária.

Palavras-chave: Regime de Metas de Inflação; Novo Consenso Macroeconômico; Pós-Keynesianos; IPCA; SELIC; Dívida Pública.

ABSTRACT

The inflation targeting regime (RMI) is based on the principles of the New Macroeconomic Consensus (NCM), represented mainly by the New-Classical and New-Keynesian schools, with the central objective of controlling the economy's prices. Although widely adopted in several countries, it is not unanimous in the economic sciences, facing criticism from schools of economic thought, such as the post-Keynesian school, which advocates a broader approach to monetary policy. This paper aims to examine the concept of money and the instruments of monetary policy according to Keynes and the post-Keynesians, highlighting criticisms of the inflation targeting regime, both theoretical and practical, in the Brazilian context. The bibliographic and statistical methods were used to analyze Brazilian macroeconomic data from 1999 to 2022. The results point to problems with the RMI in Brazil, especially due to the historically high basic interest rate, inflation outside the target in several periods and relatively low economic growth compared to other countries. In addition, it was observed that part of the fragility of Brazilian public finances is the result of the excessive use of repo operations. Since these are indexed to the basic interest rate, they end up making the cost of refinancing the public debt very high and thus undermine the effectiveness of monetary policy.

Keywords: Inflation Targeting Regime; New Macroeconomic Consensus; Post-Keynesians; IPCA; SELIC; Public Debt.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - TAXA SELIC META DE 1999 A 2022 (%).....	38
GRÁFICO 2 - RESULTADO ANUAL DO IPCA E AS METAS PARA A INFLAÇÃO.....	45
GRÁFICO 3 - EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JUROS NOMINAIS E REAIS NO BRASIL – 1999 – 2022 (% a.a).....	47
GRÁFICO 4 - TAXA DE CRESCIMENTO DE FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO (TXCFBKF), 1999/3 A 2022/4, (TRIMESTRAL EM %/PIB).....	48
GRÁFICO 5 – VOLUME DE OPERAÇÕES COM TÍTULOS FEDERAIS NO MERCADO ABERTO – MÉDIA MENSAL DO TOTAL DIÁRIO (DEZ/2000 - DEZ/2022), R\$ MILHÕES.....	50
GRÁFICO 6 - COMPOSIÇÃO DA DPMFi EM PODER DO PÚBLICO POR TIPO DE RENTABILIDADE (JAN/1999 - JAN/2022), % DO TOTAL.....	52
GRÁFICO 7 - TAXA DE CRESCIMENTO DO PRODUTO (TXCPIB), 1999/2 A 2022/3 (TRIMESTRAL EM %/TRIMESTRE ANTERIOR).....	53

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - HISTÓRICO DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL (1999-2022).....	37
TABELA 2 - CRESCIMENTO DO PRODUTO REAL NO BRASIL E EM GRUPOS DE ECONOMIAS SELECIONADAS - 1999-22 (%).....	54

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

BCB – Banco Central do Brasil

COPOM - Comitê De Política Monetária Do Banco Central

CMN - Conselho Monetário Nacional

DBGG - Dívida Bruta do Governo Geral

DPMFi - Dívida Pública Mobiliária Federal Interna

FMI - Fundo Monetário Internacional

IBGE - Instituto Brasileiro De Geografia E Estatística

INPC - Índice Nacional De Preços Ao Consumidor

IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

LFT - Letras Financeiras do Tesouro

MURI - *Minimum Unemployment Rate of Inflation*

NCM - Novo Consenso Macroeconômico

PIB – Produto Interno Bruto

PM – Política Monetária

RMI – Regime de Metas de Inflação

SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia

TG - *The General Theory of Employment, Interest and Money*

TN - Tesouro Nacional

TQM - Teoria Quantitativa Da Moeda

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	11
2. MOEDA E POLÍTICA MONETÁRIA PARA KEYNES E PÓS-KEYNESIANOS	14
2.1 A MOEDA PARA KEYNES E PARA OS PÓS-KEYNESIANOS.....	14
2.2 A POLÍTICA MONETÁRIA NA PERSPECTIVA PÓS-KEYNESIANA.....	17
3. ARCABOUÇO TEÓRICO E ESTRUTURA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	25
3.1 ESCOLA NOVO-CLÁSSICA.....	26
3.2 ESCOLA NOVO-KEYNESIANA.....	27
3.3 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	29
3.4 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL	33
4 CRÍTICAS AO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	39
4.1 METODOLOGIA.....	39
4.2 CRÍTICAS GERAIS AO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	41
4.3 CRÍTICA AO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL.....	44
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS	56
7. REFERÊNCIAS	59

1. INTRODUÇÃO

O regime de metas de inflação (RMI) é um sistema monetário no qual a autoridade monetária tem como principal objetivo perseguir uma meta de inflação estipulada. Entre as principais características do regime, conforme o Banco Central do Brasil (2014), tem-se: (1) escolha do índice de inflação; (2) definição da meta de inflação; (3) horizonte da meta; (4) existência de cláusulas de escape; e (5) transparência.

No Brasil, o regime de metas foi oficialmente adotado como diretriz para a política monetária com a publicação do Decreto nº 3.088 pelo Presidente da República, em 21 de junho de 1999. Segundo Carrara e Correa (2012), esse decreto estabeleceu diversos pontos importantes, como: (1) a definição de metas de inflação com base em variações anuais de um índice de preços conhecido; (2) a responsabilidade de determinar as metas de inflação, os intervalos de variação e o índice de preços a ser utilizado foi atribuída ao Conselho Monetário Nacional (CMN); (3) o Banco Central do Brasil foi incumbido de garantir o cumprimento das metas estabelecidas, utilizando os instrumentos necessários para isso.

Esse modelo tem como fundamento os conceitos e ideias de duas escolas do pensamento econômico, a Novo-Clássica e a Novo-Keynesiana. Dentro da perspectiva trazida por essas escolas, chegou-se a um consenso sobre a política monetária, chamado de Novo Consenso Macroeconômico (NCM). Apesar das ideias trazidas pelo NCM serem aceitas por muitos, não há de fato uma conformidade sobre elas. Há críticas a esse modelo tanto por parte de economistas do *mainstream* quanto por economistas críticos à economia convencional, como os pós-keynesianos.

wconceitos sobre a compreensão do papel da moeda na economia, os tipos de instrumentos de política monetária, as formas de inflação existentes, os objetivos da política monetária, até constatações empíricas por meio de indicadores econômicos. Neste sentido, demonstram o ponto crucial da crítica pós-keynesiana ao RMI, que é a política monetária se concentrar apenas em um único objetivo, negligenciando, por muitas vezes, o lado real da economia, como o investimento produtivo e o emprego.

O Regime de Metas de Inflação (RMI) tem sido um quadro proeminente na política monetária do Brasil, embora ele não esteja imune a contestações. Críticos argumentam que negligenciar outros objetivos macroeconômicos cruciais, como o

emprego e o crescimento econômico, especialmente em um país como o Brasil, com níveis historicamente altos de desigualdade de renda, pode acarretar um agravamento desse cenário. Além disso, as altas taxas de juros praticadas no Brasil e seus ajustes constantes podem intensificar a volatilidade financeira, dificultar o investimento de longo prazo, prejudicando o desenvolvimento econômico sustentável, e impactar de forma significativa na dívida pública, fazendo com que o pagamento de juros acabe retirando o dinheiro para investimento em outras áreas importantes do país. Essas críticas destacam a importância de constantemente reavaliar e aprimorar o quadro de política monetária do Brasil para garantir que ele aborde efetivamente os desafios complexos enfrentados pela economia.

Desta forma, este trabalho tem por objetivo apresentar as principais críticas e limitações do RMI adotado no Brasil como regime de política monetária, a partir da perspectiva pós-keynesiana. Para tanto, como objetivos específicos, serão analisados a importância da moeda e da política monetária para Keynes e pós-keynesianos; o arcabouço teórico que dá sustentação ao regime de metas de inflação; e as principais críticas ao RMI no Brasil, a partir de dados macroeconômicos para o período de 1999 a 2022.

O estudo do Regime de Metas de Inflação (RMI) é de fundamental importância para o debate econômico brasileiro, pois oferece ideias valiosas sobre a eficácia das políticas monetárias adotadas pelo país e seu impacto no cenário macroeconômico. Ao compreender os mecanismos e os resultados do RMI, pode-se aprimorar a formulação de políticas para enfrentar os desafios específicos da economia, como a persistente inflação, a volatilidade financeira, impactos sobre o investimento produtivo, desemprego e crescimento econômico. Além disso, ao analisar as experiências e os resultados do RMI, torna-se possível contribuir para o avanço da teoria econômica, fornecendo evidências empíricas e percepções teóricas que enriquecem o debate sobre os melhores instrumentos e estratégias de política monetária. Portanto, o estudo do RMI não apenas fornece orientações práticas para os formuladores de políticas, mas também enriquece o corpo teórico da economia, promovendo um debate mais informado e robusto sobre questões cruciais de política econômica no Brasil.

Assim sendo, este trabalho está dividido em três capítulos, além desta introdução e das considerações finais. O capítulo 2 apresenta uma revisão da literatura quanto

às visões de moeda e política monetária para Keynes e Pós-Keynesianos. O capítulo 3 apresenta o arcabouço teórico e estrutura do regime de metas de inflação, apresentando seus principais conceitos e como ele se constituiu no Brasil. Por fim, o capítulo 4 busca apresentar as principais críticas ao RMI, a partir da estrutura teórica pós-keynesiana, além da análise de alguns indicadores macroeconômicos importantes para verificar quais são os impactos e desafios que o Brasil enfrenta nesse regime.

2. MOEDA E POLÍTICA MONETÁRIA PARA KEYNES E PÓS-KEYNESIANOS

É importante destacar que, embora haja diferentes interpretações e abordagens das ideias de Keynes, a corrente pós-keynesiana é reconhecida por sua proximidade com a visão original da teoria deste economista. Neste trabalho, faz-se referência à corrente pós-keynesiana por sua aderência e compromisso com as ideias originais de Keynes. Dessa forma, dado o escopo proposto, este capítulo se organiza em duas seções, em que a primeira analisa a importância da moeda para Keynes e pós-Keynesianos, enquanto a segunda analisa a proposta de política monetária keynesiana.

2.1 A MOEDA PARA KEYNES E PARA OS PÓS-KEYNESIANOS

Segundo Carvalho (2006, p.3), “Na concepção de Keynes, uma economia monetária é aquela em que a moeda afeta motivações e comportamentos dos agentes econômicos, tanto no curto como no longo prazo.” Esse é o principal aspecto que difere a compreensão de Keynes em relação às demais teorias econômicas, sua abordagem em relação ao papel desempenhado pela moeda em economias modernas de mercado. Essa compreensão defendida por ele é a mesma defendida pelos pós-keynesianos, que procuram retomar sua rota original por meio de autores como: Fernando José Cardim de Carvalho, Luiz Carlos Bresser-Pereira, Hyman Minsky, Paul Davidson entre outros.

Em economias modernas, outros ativos podem assumir uma natureza monetária, como os contratos monetários. Exemplos de contratos monetários incluem empréstimos, financiamentos, hipotecas, entre outros. Esses contratos geralmente estabelecem condições e prazos para a utilização da moeda emprestada, bem como para o pagamento dos juros e da dívida principal, além de terem papel fundamental na determinação das taxas de juros e da oferta de crédito em uma economia.

A importância desses contratos está na sua capacidade de mitigar os riscos e incertezas através da criação de fluxos de recursos, sejam eles reais ou financeiros, da diluição de prazos, da segurança para produtores em relação à disponibilidade de insumos quanto ao escoamento da produção (CARVALHO, 1992 citado por DE

DEUS, 2015, p. 53). Essa ideia amplia a concepção de Keynes sobre a oferta da moeda ser tanto exógena, ou seja, ser criada pela autoridade monetária, quanto endógena à atividade bancária, isto é, as instituições financeiras criando moeda por meio da expansão do crédito.

A teoria acerca de como a moeda afeta a dinâmica econômica para Keynes é bem acaba na sua obra "*The General Theory of Employment, Interest and Money*" (TG). Entretanto, sua teoria monetária foi se desenvolvendo ao longo de obras anteriores, até chegar à TG, numa clara evolução.

Neste sentido, na sua obra "*A Tract on Monetary Reform*", Keynes (1971a) estava concentrado na análise das hiperinflações e flutuações cambiais após a Primeira Guerra Mundial. Ele enfatiza como as mudanças no valor da moeda afetam distintamente trabalhadores, empresários e rentistas. Durante a inflação, os rentistas perdem riqueza para empresários e trabalhadores, enquanto a deflação tem o efeito inverso. No entanto, Keynes alerta que os benefícios da inflação podem desaparecer ao longo do tempo, devido a fatores como a confusão dos empresários sobre ganhos de capital, incerteza para novos investimentos, impacto negativo na classe trabalhadora e redução de fundos disponíveis para investimentos (DORNELAS; TERRA, 2021).

Nesta obra, o autor inicia seu distanciamento da escola clássica a qual fora formado, ao formular sua própria versão da Teoria Quantitativa da Moeda para explicar o comportamento da moeda e dos preços. Nesta nova versão, a quantidade de moeda em circulação é explicada pela riqueza dos agentes, assim como pelos seus hábitos, que determinarão o quanto se guarda moeda em mãos ou se mantém em volumes de depósitos bancários, além da taxa de juros, definida pela autoridade monetária e bancos. Cabe ressaltar que diferentemente da TQM clássica, considera-se a possibilidade de os hábitos do público e o comportamento dos bancos se modificarem, ao invés de se manterem constantes.

Enquanto no "*A Tract on Monetary Reform*" Keynes formula uma teoria monetária da produção ao abandonar a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), na sua obra subsequente "*A Treatise on Money*" (Keynes, 1971b), ele examina os ciclos de preço, produto e renda, concentrando-se na produção de bens e nas relações entre investimento e poupança. As equações-chave definidas na obra explicam a dinâmica de preços agregados. Ele enfatiza que os desequilíbrios entre poupança (S) e

investimento (I) estão ligados à taxa de juros, determinada pela interação entre a circulação financeira e circulação industrial da economia. A taxa natural de juros iguala S e I *ex ante*, enquanto a taxa de juros de mercado é influenciada por expectativas, afetando o volume monetário transacionado.

A política monetária, dessa forma, é crucial para equilibrar S e I, usando instrumentos como operações de mercado aberto, janela de redesconto e reservas compulsórias. No contexto, Keynes observa que os desequilíbrios entre S e I ocorrem conforme o público retém mais ou menos moeda. As negociações de moeda entre os agentes, denominados por ele como 'ursos' e 'touros', refletem diferentes expectativas sobre a taxa de juros de mercado futura em relação à natural, influenciando o volume monetário transacionado. As consequências dessas negociações afetam a disponibilidade de recursos para o lado real da economia, que não é estanque, pois, a moeda concorre como alternativa aos demais ativos, não sendo neutra. Além disso, a velocidade de circulação da moeda não é estável, pois as expectativas sobre os juros de mercado futuros levam os agentes a reterem mais ou menos moeda (DORNELAS; TERRA, 2021).

Já na sua obra *“The General Theory of Employment, Interest and Money”* (TG), que traz uma compreensão mais consolidada de Keynes, ele desenvolve a teoria da preferência pela liquidez, destacando quatro motivos para a demanda por moeda: transação, precaução, *finance* e especulação (KEYNES, 1937; 1973a). A taxa de juros, influenciada pela preferência pela liquidez, é crucial na alocação de recursos entre ativos financeiros e de capital. A Política Monetária (PM) atua na TG para influenciar a taxa de juros, estimulando o investimento. A incerteza sobre os juros futuros é determinante na demanda por moeda. Keynes, mais uma vez, afasta-se da tradição neoclássica ao propor uma PM ativa. Na TG, a autoridade monetária utiliza a taxa de juros como principal instrumento, afetando a oferta e demanda por moeda. Keynes destaca a importância da moeda na TG, sendo determinante na dinâmica econômica (DORNELAS; TERRA, 2021).

Deste modo, o entendimento de que a moeda é um ativo que pode conservar riqueza, liquidar contratos e representar poder de compra, altera a ideia de neutralidade da moeda, defendida pelas escolas clássica e neoclássica, para a não neutralidade nem no curto nem no longo prazo. A moeda pode ser demandada como reserva de liquidez e, dessa maneira, afetar toda a dinâmica econômica, fazendo com

que os agentes preferam mantê-la em mãos, deixando de consumir bens e serviços na economia real (DE DEUS, 2015).

Portanto, a partir das concepções destacadas, é importante manter a moeda estável ao longo do tempo, para que ela não perca a credibilidade e, conseqüentemente, deixe de ter o seu maior atributo, que é a liquidez. Caso haja instabilidade da moeda, pode-se gerar dificuldades para a liquidação de contratos, medição de preços em uma economia, assim como a preservação de seu valor ao longo do tempo. Assim sendo, a política monetária, política que cuida da estabilidade da moeda, torna-se essencial para proporcionar estabilidade econômica, criando condições para aquilo que era essencial para Keynes, o pleno emprego. Dado o propósito deste trabalho, a próxima seção apresentará os objetivos e instrumentos da política monetária, tendo em perspectiva os avanços da concepção pós-keynesiana em economias modernas de mercado.

2.2 A POLÍTICA MONETÁRIA NA PERSPECTIVA PÓS-KEYNESIANA

Segundo Carvalho e Carvalho (2018), a teoria monetária da produção, abordagem econômica que é comumente associada à escola de pensamento keynesiana e pós-keynesiana, é usada para entender como os desenvolvimentos monetários afetam a produção, o emprego e a distribuição da renda na economia. Para Carvalho (2020), a concepção de Keynes acerca de uma economia monetária de produção, é aquela marcada pela tomada de decisões dos agentes a partir de um cenário de incertezas sobre o futuro. Essas incertezas afetam os preços de bens e ativos, o que pode causar desemprego, inflação ou ambos. Em uma economia monetária não há uma coordenação automática entre os agentes e, por isso, não há garantias de que não ocorrerão desequilíbrios. Os agentes econômicos tomam decisões com base na visão de mundo que têm, interpretando os sinais do mercado a partir de suas concepções e, em grande parte, esses sinais de mercado são incompletos, levando os tomadores de decisões a tomarem posições que podem estar totalmente equivocadas, tornando seus investimentos insustentáveis ao longo do tempo. Por conta desses motivos é que os pós-keynesianos, ao partirem das ideias do próprio Keynes, propõe existir espaço para a intervenção do Estado na economia.

Keynes (1985) não acredita na autorregulação do mercado como confiavam seus antecessores, que defendiam uma visão capitalista mais liberal. Ao contrário, o autor buscou criar mecanismos para reformar essa compreensão do capitalismo, de forma a torná-lo mais eficiente na resolução dos problemas econômicos. Ele visa solucionar problemas como a má distribuição de renda e o desemprego involuntário, sem interferir nas liberdades individuais. Dessa forma, Keynes (1985), defende que a política econômica deve ser ativa, ou seja, o Estado deve intervir fazendo o uso de instrumentos que criem condições e previsibilidade, por meio da administração da demanda efetiva, para que os empresários continuem realizando investimentos e mantendo a economia próxima do pleno emprego.

Para a perspectiva keynesiana, a política econômica deve ser operacionalizada de forma coordenada e não separadamente, ou seja, as políticas fiscal, monetária, de rendas e cambial, devem estar caminhando para o mesmo sentido, de modo que a ação do Estado seja mais organizada, abrangendo uma gestão mais ampla e estratégica da economia e, conseqüentemente, mais coerente com a visão de um Estado ativo e propositivo na solução dos problemas citados acima. Em outras palavras, “tão importante quanto a definição de instrumentos específicos de política monetária e/ou fiscal seria a necessidade de coordenação entre tais políticas” (LIBÂNIO, 2000, p. 73).

Dado o recorte específico deste trabalho, destaca-se o papel da política monetária. Tal política deve ser capaz de gerenciar a economia de forma a não inibir os investimentos, o que provocaria um aumento na demanda por moeda, decorrente da incerteza quanto ao comportamento da taxa de juros e, dessa maneira, gerando um impacto negativo no nível de demanda agregada. Assim, a política monetária pós-keynesiana visa a transformação da moeda, reserva de valor, para meio de troca, de forma que ela circule do meio financeiro para o lado real da economia. Em outras palavras, a política monetária deve induzir os agentes a tomarem decisões com relação à liquidez disponível, por meio da mudança nos preços, impulsionando os portfólios dos agentes para alcançar a economia real. Dessa forma, a política monetária deve ser capaz de criar um ambiente em que o investimento não seja inibido, devido às incertezas e altas taxas de juros, e nem deixar que a liquidez e a estabilidade da moeda sejam afetadas, por altas taxas de inflação. Esses dois

objetivos não são hierarquizados, mas devem ser buscados simultaneamente (CARVALHO, 1992 citado por DE DEUS, 2015, p. 63).

A política monetária, de modo sumário, deve influenciar a taxa de juros, sinalizando aos agentes privados o caminho futuro dessa taxa, para que as incertezas com relação ao horizonte de longo prazo sejam reduzidas e a demanda especulativa por moeda seja desestimulada. Dessa forma, essa política tem uma função estabilizadora importante, sinalizar para a economia, por meio da autoridade monetária, o caminho da taxa de juros ao longo do tempo (DE DEUS, 2015). “Em suma, para Keynes e os pós-keynesianos a política monetária é capaz de realizar duas importantes tarefas: combater a inflação e reduzir o desemprego” (SICSÚ, 1997b, p. 7), ou seja, o perfil da intervenção econômica da autoridade monetária é contracíclico, a fim de auxiliar na estabilização automática do sistema econômico.

De acordo com Terra (2020), a política monetária, junto à fiscal e cambial, visa auferir o crescimento econômico mais sustentado possível, mas não a qualquer custo. Especificamente para a política monetária, o autor destaca cinco objetivos propostos por Keynes que, coordenados com outras políticas econômicas, visam alcançar um crescimento sustentável com o objetivo de atingir o pleno emprego, sendo eles:

(1) Estabilidade inflacionária. Keynes via a inflação como um grande problema e, a atenção que ele dava à estabilidade da moeda contribuiu para que, diligentemente, ele buscasse alcançar seus propósitos econômicos de modo a não causar pressões inflacionárias. Essa preocupação que Keynes carregava leva a política monetária, praticada pelo Banco Central, a perseguir o tempo todo uma baixa taxa de inflação.

(2) Estabilidade cambial. Apesar desta estabilidade estar a cargo da política cambial, que também é exercida pelo Banco Central, as entradas e saídas de moeda estrangeira do país fazem oscilar a quantidade de moeda local no mercado monetário e financeiro, por isso a autoridade cambial é normalmente a autoridade monetária. Se a quantidade de moeda que entra e sai do país altera a quantidade de moeda local, a estabilidade cambial precisa também ser uma preocupação da política monetária e, além disso, o câmbio também é um canal de transmissão desta política.

(3) Estabilidade financeira. Os Bancos Centrais são também autoridades financeiras que precisam zelar para que o sistema financeiro não incorra em bolhas e nem em deflação generalizada de ativos, o que acaba com o patrimônio das

instituições e impacta, portanto, na própria solvência e sustentabilidade do sistema. Keynes, já em 1916, no primeiro livro que escreveu de economia, o *Indian Currency and Finance*, se preocupa com o Banco Central cuidando da estabilidade do sistema financeiro de um país.

(4) Muito relacionado à estabilidade financeira e que também é por Keynes estabelecido como uma responsabilidade da política monetária, é a estabilidade da liquidez, isto é, evitar que exista escassez de liquidez no sistema financeiro e que isso aja de modo a prejudicar este sistema e, conseqüentemente, o lado real da economia. A estabilidade da liquidez é garantir que o sistema tenha sempre moeda circulando para que a economia se mantenha saudável.

(5) Estabilidade de expectativas, que hoje se dá o nome de *Forward Guidance*. A taxa de juros é um preço, portanto, um retorno básico e controlado na economia, por isso ela é tão importante, pois, basicamente, referencia todos os preços, sobretudo os preços que não são administrados. Nesse sentido, aquilo que as pessoas esperam do comportamento da taxa de juros do Banco Central entre hoje e amanhã é um referencial daquilo que elas tomaram de decisão de investimento, de consumo ou de compra de ativos no sistema financeiro. Portanto, as pessoas não podem ter expectativas difusas e nem duvidar da capacidade do Banco Central em executar a política monetária. Keynes (1985) aponta que se existe uma dúvida com relação à política monetária e isto aparece aos olhos da sociedade, transparecendo que esta política é passível de muitas mudanças, ou seja, não transmitindo credibilidade, ela vai falhar. Isso mostra, claramente, a expectativa como um fundamento da própria ação da política monetária. É por isso que esta política, executada pelo Banco Central, é responsável por manter a expectativa dos agentes o mais estável possível.

A partir desses cinco objetivos traçados, Keynes propõe basicamente três instrumentos de política monetária para alcançá-los. Conforme Terra (2020), são eles:

(1) Taxa de juros. A taxa de juros é para Keynes a administradora de todo o sistema monetário financeiro. Apesar de existirem outros mecanismos, eles são acessórios, não sendo substitutos ou mais importantes do que ela.

De acordo com o Banco Central do Brasil (2023), o canal de transmissão da taxa de juros é o canal mais conhecido da política monetária. Quando a taxa Selic (taxa básica de juros da economia brasileira) sobe, as taxas de juros reais também

tendem a subir. A elevação da taxa real de juros, por sua vez, pode levar à diminuição de investimentos pelas empresas e à diminuição de consumo por parte das famílias – o que, por sua vez, tende a reduzir a demanda por bens e serviços da economia, contribuindo para a redução da inflação.

(2) Regulação, ou seja, todo e qualquer ato normativo que a autoridade monetária emite, dizendo o que pode e o que não pode ser feito pelos bancos, pelos agentes do mercado monetário e pelos agentes no mercado financeiro. O exemplo mais conhecido de regulação é o depósito compulsório. Segundo Barbosa (1996), o Banco Central exerce o monopólio da moeda obrigando o sistema bancário a manter parte de seus depósitos sob a forma de reservas bancárias depositadas no Banco Central. Conforme Terra (2020), esta demanda de reservas bancárias é compulsória e depende da alíquota fixada pelo Banco Central. Atualmente no Brasil, os depósitos à vista, ao chegarem nos bancos, precisam ser obrigatoriamente separados e reservados, isso é feito por meio de uma legislação. Além disso, o autor destaca outro tipo de regulação, que são os controles de capitais, fundamental para que não se perca uma parcela considerável da capacidade de autonomia da taxa de juros, em razão da entrada e saída de capital especulativo no país.

(3) O terceiro instrumento de política monetária, é a administração da dívida pública, que envolve a gestão da dívida do governo e o financiamento dos gastos públicos por meio de emissão de títulos de dívida. Ela é importante para garantir a solvência do governo e a capacidade de financiar suas operações (TERRA, 2020). Para além, parte expressiva dos países realizam o controle da taxa de juros através das chamadas operações de mercado aberto (*open market*), em que títulos da dívida pública são utilizados como meio de operacionalização da política monetária (DORNELAS; TERRA, 2021).

Neste sentido, vale destacar que a administração da taxa de juros por parte das autoridades monetárias, atualmente se dá, majoritariamente, através das operações de mercado aberto. Estas são operações em que a autoridade monetária realiza a compra ou venda de títulos da dívida pública junto às instituições financeiras. No caso brasileiro, os maiores bancos, que são os principais *dealers* do mercado e

estão credenciados no leilão do Selic¹, recebem do Banco Central a oferta de títulos públicos novos e, então, esses títulos são comercializados no mercado secundário, ou aberto, com outras instituições, como demais bancos, fundos de investimento, agentes de custódia, entre outros. Dessa forma, o Banco Central está executando a política de juros que pré-determinou e fazendo com que ela chegue à ponta final desse processo. O *open-market*, para Keynes, era capaz de influenciar toda a estrutura a termo da taxa de juros, por meio das transações da autoridade monetária com títulos de prazo mais longo (KEYNES 1971c, citado por DE DEUS, 2015, p. 30).

Assim como em Keynes (1985), os pós-keynesianos veem nessa operação um grau de importância elevado para a determinação da taxa de juros de longo prazo e, também, no grau de liquidez disponível para concessão de crédito, pois essa operação tem como objetivo o controle de reservas do sistema bancário. Como exemplo, no caso de uma queda na concessão de crédito por parte do sistema bancário, a autoridade monetária deve agir comprando títulos públicos até que a taxa de juros de longo prazo caia em seu nível limite. Assim, se a autoridade monetária fornece aos bancos mais recursos para que possam ofertar como crédito no curto prazo, o primeiro efeito sentido se dá na redução da taxa de juros de curto prazo. Logo, vê-se o aumento do preço dos títulos e o estímulo ao investimento produtivo, uma vez que o empréstimo se torna mais barato e os recursos oriundos da circulação financeira passam a ter preços maiores.

Deste modo, para os pós-keynesianos, destaca-se a importância destes instrumentos de política monetária para o controle de preços, mas também para a busca do pleno emprego. Dentre os pontos observados, a política monetária deve levar em consideração três principais objetivos, quais sejam a busca pelo pleno emprego, a manutenção da estabilidade do nível de preços, além da garantia da estabilidade financeira, por meio da regulação do sistema monetário e financeiro. Alguns autores pós-keynesianos, como Arestis (2006), comentam que não há uma hierarquia entre esses objetivos, porém o próprio Keynes, sobretudo na Teoria Geral, destaca a busca pelo pleno emprego como o objetivo primordial a ser seguido.

¹ Sistema Especial de Liquidação e Custódia, criado em 1979, para registrar a custódia e a liquidação dos títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional, além de todas as operações realizadas com tais títulos (DORNELAS, 2019).

Neste sentido, numa tentativa de apresentar uma proposta de regime de política monetária pós-keynesiano, De Deus (2015) analisa que a constituição de um regime de política monetária está atrelada à existência de uma âncora nominal, que sirva de referência aos agentes, além de se conhecer os pressupostos teóricos em que o regime é orquestrado. Neste tocante, o regime pós-keynesiano de política monetária se orienta a partir do entendimento da distinta função desempenhada pela moeda em economias monetárias, como até aqui se discutiu e, ao se tratar da âncora nominal, mecanismo usado para controlar a inflação em um país, deve-se levar em conta aquilo que é fundamental para o regime de política monetária. Assim, os Bancos Centrais, ao definirem sua atuação nesta política, devem buscar o controle de preços com o mínimo desemprego possível. Esta proposta é apresentada na argumentação de Palley (2011), ao desenvolver o modelo MURI², em que a autoridade monetária deve manter uma taxa de inflação como meta a ser perseguida condizente com a taxa mínima de desemprego na economia. Em síntese,

No regime de política monetária keynesiano, a âncora funciona como uma referência aos agentes para tomarem suas decisões, tendo em vista o ambiente incerto em que vivem. Logo, regra não quer dizer restrição ampla de ação, como no regime de metas de inflação, mas pode ser entendida como uma âncora, uma baliza, uma referência aos agentes sobre o que esperarem, de uma ação que se quer compromissada e a fim do bem público, da AM. Levando-se em conta o modo de funcionamento das economias monetárias, a âncora nominal neste regime refere-se ao crescimento do produto, tendo em vista o alcance do pleno emprego, além de se levar em conta o valor esperado da inflação, considerando-se suas diversas causas, para que se tenha sucesso no alcance do primeiro objetivo (DE DEUS, 2015, p 97).

Dessa forma, destaca-se aqui, mais uma vez, o distanciamento da perspectiva keynesiana da compreensão econômica ortodoxa, em que a ideia subjacente ao regime de política monetária está ancorada, primordialmente, na busca pelo controle de preços. Ao contrário, para os pós-keynesianos, essa âncora, além de ter como pano de fundo principal o pleno emprego, serve como referência para os agentes

² O modelo *Minimum Unemployment Rate of Inflation* (MURI), também conhecido como modelo da taxa mínima de desemprego da inflação, é um conceito econômico que sugere a existência de uma taxa de desemprego mínima associada a uma determinada taxa de inflação. Esse modelo enfatiza a relação inversa entre a taxa de desemprego e a taxa de inflação em uma economia (DE DEUS, 2015).

tomarem decisões e não como uma limitação de ação, como o é no regime de metas de inflação (DE DEUS, 2015).

Com base nos pontos destacados neste capítulo, busca-se, no próximo, explorar o arcabouço teórico e a estrutura que dão sustentação ao regime de metas de inflação, além de analisar como este regime se operacionaliza atualmente no Brasil.

3. ARCABOUÇO TEÓRICO E ESTRUTURA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Conforme Carvalho e Giambiagi (2002), o tema das metas de inflação começou a ser discutido de forma mais intensa nos meios acadêmicos internacionais a partir do início dos anos 90, quando um grupo de dezena de países adotou essa modalidade de política anti-inflacionária. Essa adoção levou à incorporação do objetivo de inflação em suas respectivas políticas monetárias.

O RMI é um sistema monetário em que o Banco Central se compromete a agir de maneira a garantir que a inflação efetiva esteja alinhada com uma meta pré-estabelecida, divulgada publicamente. Segundo o Banco Central do Brasil (2014), esse regime é geralmente caracterizado por quatro elementos principais:

(1) Estabelecimento público de metas numéricas de médio prazo para a inflação;

(2) Compromisso institucional com a estabilidade de preços como objetivo central da política monetária;

(3) Adoção de uma estratégia transparente para comunicar de forma clara ao público sobre os planos, objetivos e justificativas por trás das decisões de política monetária; e

(4) Implementação de mecanismos que responsabilizem as autoridades monetárias pelo não cumprimento das metas de inflação. Portanto, o regime de metas para a inflação vai além do simples anúncio público de metas numéricas. A transparência e a prestação de contas regulares à sociedade e aos seus representantes são elementos essenciais desse regime.

Dessa forma, a política monetária é estruturada como uma âncora nominal para reduzir as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos e minimizar os impactos de choques inesperados. De acordo com Mishkin, a âncora nominal é necessária para determinar o nível de preços de forma única, limitando as expectativas de inflação por meio da restrição do valor da moeda doméstica e limitando as políticas discricionárias, evitando problemas de inconsistência temporal (MISHKIN, 1999, citado por NEVES E OREIRO, 2007, p. 8-9).

Segundo De Deus (2015), o regime de metas de inflação está inserido no contexto do Novo Consenso Macroeconômico, que combina elementos das correntes

Novo-Clássica e Novo-Keynesiana em relação à política macroeconômica. Para tratar deste assunto esse capítulo está estruturado em quatro seções. Na primeira será abordada a Escola Novo-Clássica e seus pilares de pensamento como a taxa natural de desemprego, a racionalidade dos agentes econômicos e a existência de um viés inflacionário no comportamento do governo. Na segunda, será abordada a Escola Novo-Keynesiana, trazendo sua perspectiva sobre rigidez de preços e salários e a presença de desequilíbrios macroeconômicos devido a existência de informações incompletas entre os agentes. Na terceira seção será apresentada a estrutura de funcionamento do regime de metas de inflação e aquilo que caracteriza sua forma de funcionamento. Por fim, na quarta, será tratado o funcionamento desse regime no Brasil, como se deu, quando iniciou, como funcionam as suas regras e como atuam os organismos responsáveis pelo cumprimento e definição desse modelo de política monetária.

3.1 ESCOLA NOVO-CLÁSSICA

A Escola Novo-Clássica, também conhecida como Escola das Expectativas Racionais, surgiu no final da década de 1970 como uma divisão da contrarrevolução monetarista lançada por Milton Friedman nos anos 1960, em reação à hegemonia do pensamento keynesiano neoclássico no pós-guerra. Embora essa escola estivesse inicialmente ligada ao monetarismo e compartilhasse várias de suas hipóteses, como a adesão à Lei de Say e à neutralidade da moeda no longo prazo, ela se diferencia em vários aspectos dessa corrente (SCREPANTI E ZAMAGNI, 1995, p. 312 citado por FREITAS, 2006, p. 2).

A escola Novo-Clássica adota uma visão mais radical em relação à neutralidade da moeda, assumindo que ela pode afetar a economia apenas no curtíssimo prazo, tendo dentro desta corrente de pensamento, inclusive, aqueles que defendem a perspectiva da super neutralidade da moeda, afirmando que ela é plenamente incapaz de causar qualquer forma de alteração no lado real da economia. Porém, o grande diferenciador da perspectiva Monetarista para a Novo-Clássica está na compreensão das expectativas. Para os monetaristas elas são adaptativas, ou seja, olha-se para o passado (*Backward Looking*) para formar expectativas com relação ao futuro. Já para a abordagem Novo-Clássica as expectativas são racionais,

ou seja, não se olha apenas para o passado, mas também para o futuro (*Forward Looking*) e para o presente para as tomadas de decisão, pois, assim, se maximiza toda informação possível, formando o que é comumente chamado de agente maximizador de informação. Por isso, aqui, as expectativas são chamadas de racionais, pois os agentes possuem um entendimento perfeito e completo sobre o funcionamento da economia (TERRA, 2021).

Segundo Freitas (2006), a Escola Novo-Clássica, cujos principais representantes são os economistas Robert Lucas, Robert Barro e David Gordon, baseia suas proposições em três pilares centrais:

a) Como comentado acima, os agentes econômicos, maximizadores, otimizam também as informações e formam expectativas olhando tanto para o passado como para o futuro. São agentes racionais que possuem um entendimento perfeito e completo sobre o funcionamento da economia.

b) A hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego, que prevalecerá sempre na ausência de políticas-surpresa. Essa hipótese implica que o desemprego existente é voluntário (os agentes optam por mais lazer) ou friccional.

c) A existência de um viés inflacionário no comportamento do governo. Por razões políticas, o governo busca resultados transitórios em relação às variáveis reais da economia.

Assim, a Escola Novo-Clássica defende a tese de que o governo não deve utilizar a política monetária de forma discricionária. Esta deve basear-se em regras claras e conhecidas, a fim de evitar um ambiente de incertezas e desconfianças em relação ao comportamento do governo. Na ausência dessas regras, há riscos de gerar expectativas nervosas que levam à inflação (FREITAS, 2006, p. 3). Portanto, deste arcabouço que dá muita ênfase às regras claras as quais as políticas econômicas devem operar, é que se pode, junto ao arcabouço novo-keynesiano, compreender o desenvolvimento teórico que sustenta o regime de metas de inflação.

3.2 ESCOLA NOVO-KEYNESIANA

A linha de pensamento Novo-Keynesiana, segundo Franke (2019), surgiu durante a década de 1980 e fez uma reformulação no pensamento keynesiano para

responder aos novos postulados clássicos. Gregory Mankiw, David Romer e Joseph Stiglitz são os principais representantes dessa corrente de pensamento.

Conforme Sicsú (1999), os economistas dessa escola acreditam que as flutuações na produção e a existência de desemprego involuntário são principalmente causadas por falhas de mercado. Uma das principais imperfeições de mercado que os Novo-Keynesianos defendem é a rigidez de preços e salários, o que impede que os mercados se equilibrem instantaneamente.

Essa rigidez, por um lado, contradiz a teoria microeconômica walrasiana e, por outro, explica a existência de desequilíbrios macroeconômicos. A teoria microeconômica walrasiana pressupõe um mundo de perfeita competição com informações completas, onde os agentes ajustam os preços e salários em resposta aos desequilíbrios nos mercados de bens e trabalho. Essa teoria, segundo os Novos-Keynesianos, é inadequada para analisar o curto prazo, no qual se pressupõe que os preços e salários são rígidos (SICSÚ, 1999, p. 3).

De acordo com Franke (2019), devido à existência de desemprego involuntário e falhas no mercado, o sistema de concorrência é imperfeito e há assimetria de informações. Embora adotem as mesmas expectativas racionais dos novo-clássicos, as estruturas de mercado oligopolistas e monopolistas permitem que as empresas desses setores tenham poder de mercado suficiente para fixar preços não competitivos e estáveis em relação às oscilações da demanda. Portanto, há espaço para a adoção de políticas corretivas de curto prazo, com um consenso entre a maioria dos novos-keynesianos sobre a natureza limitada das políticas de estabilização, principalmente as políticas fiscais voltadas para o controle da demanda. Ao contrário da neutralidade atribuída à política monetária pela escola novo-clássica, os novos-keynesianos consideram a política monetária como o instrumento mais eficaz para controlar a demanda agregada diante das flutuações econômicas, garantindo a estabilidade do regime de política econômica, ao menos no curto prazo.

Neste sentido, conforme sintetizam Busato e Freitas (2015, p. 65):

Muitos dos autores novos-keynesianos, como Mankiw e Romer, aceitam a crítica monetarista a políticas monetárias discricionárias, rejeitando, ao mesmo tempo, a proposta de uma regra cega, a la Friedman, para algum agregado monetário específico. No entanto, boa parte deles acabou aderindo ou sugerindo a condução através de algum tipo de critério restrito, tais como: o chamado sistema de metas para inflação, que em suas versões mais recentes – novo consenso – contém uma função IS (*investment-saving*) com

fundamentos microeconômicos; uma curva de Phillips que relaciona inflação com a NAIRU com fundamentos microeconômicos em modelos como o de Calvo; e uma regra de política monetária cujo instrumento é a taxa básica de juros.

Com base nessas duas escolas formulou-se a estrutura institucional do regime de metas de inflação. Na próxima seção será apresentada essa estrutura e o seu funcionamento.

3.3 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Por volta dos anos 70 as ideias monetaristas, em especial de Milton Friedman, ganharam força e passaram a influenciar a condução da política monetária em vários países, com a percepção de que as autoridades monetárias deveriam ter como objetivos o controle de variáveis nominais na economia, como os salários, e o controle dos agregados monetários, com vistas a administrar as variações de preços. Porém, com a evolução do sistema financeiro, proporcionando choques na demanda por moeda, ou seja, a velocidade do estoque de moeda sofrendo variações significativas, o controle dos agregados monetários se tornou ineficiente e incapaz de controlar e administrar a inflação (NEVES E OREIRO, 2008, p. 105).

Outras formas de administrar as variações de preços foram utilizadas, como o controle da taxa de câmbio. Porém, a partir dos anos 90, o regime de metas de inflação começou a ser discutido com mais intensidade por causa da sua adoção por um grupo de países, que incorporaram essa política na sua forma de condução da economia. Alguns dos primeiros países a adotarem esse regime foram: Nova Zelândia (1990), Canadá (1991), Reino Unido (1991), Suécia (1993), Austrália (1993), Chile (1999), Colômbia (1999) e Brasil (1999). Há ainda nessa lista os Estados Unidos da América e o Banco Central Europeu que não declaram oficialmente a utilização do RMI, mas adotam práticas estabelecidas por esse regime (SILVA, VIANA, TERRA, 2014).

Nas últimas décadas, no âmbito da política monetária, houve uma tendência crescente, por parte dos bancos centrais, em se estabelecer e comunicar metas específicas para a estabilidade de preços. Essa tendência está inserida em uma transformação mais ampla, na qual os bancos centrais têm buscado maior autonomia

e adotado uma abordagem mais transparente na execução da política monetária (CASTELNUOVO; NICOLETTI-ALTIMARI; RODRÍGUEZ-PALENZUELA, 2003).

Segundo pesquisa da Cbounds (2021), há cerca de 55 países no mundo em que o regime de metas de inflação foi adotado para a condução da política monetária. Conforme Correia (2018), o RMI tornou-se um quadro de política monetária muito popular sendo que ao longo de quase três décadas, apenas três países abandonaram o regime. Os motivos não foram problemas ou insucesso, pelo contrário, o regime apresentava bons resultados. A Finlândia, a Espanha e a Eslováquia abandonaram o quadro de metas para a inflação pelo mesmo motivo: adesão ao euro.

Em síntese,

“[...] desde o início dos anos 1990, diversos países têm adotado metas para a inflação, porque acreditam ter encontrado uma estrutura capaz de neutralizar as expectativas inflacionárias dos agentes sem estarem sujeitos aos problemas presentes em outros regimes monetários (metas para agregados monetários, câmbio fixo, etc.)” (Mendonça, 2005, p. 2).

Como já mencionado, o regime de metas de inflação consiste na divulgação pública de uma meta oficial de inflação no médio prazo estabelecida pelo Banco Central, que utiliza seus instrumentos de política monetária, principalmente a taxa nominal de juros de curto prazo, conforme sugerido por Taylor (1993), para alcançá-la. Sua formulação deve levar em consideração as características específicas de cada país, e um índice de preços pré-determinado deve ser escolhido como referência. A confiança dos agentes na política monetária é um fator de extrema importância para o sucesso do regime de metas de inflação, especialmente diante de choques econômicos, pois, de acordo com seus defensores, quanto maior a credibilidade da autoridade monetária, menores são os custos das medidas antinflacionárias (NEVES E OREIRO, 2007, p. 16).

De acordo com o Banco Central do Brasil (2014), atualmente, há um consenso na sociedade sobre os benefícios da estabilidade de preços, que é uma condição necessária para um crescimento sustentável. Além disso, a inflação elevada não promove um maior crescimento a médio e longo prazo, pelo contrário, cria um ambiente desfavorável para investimentos e prejudica as camadas mais pobres da sociedade, aumentando a desigualdade de renda. É importante ressaltar que os

principais bancos centrais do mundo adotam, de forma explícita ou implícita, a estabilidade de preços como o objetivo principal da política monetária.

Em um regime de metas de inflação é essencial que a autoridade monetária tenha autonomia operacional para gerir a política monetária de maneira a alcançar as metas estabelecidas. Além disso, é importante que a situação fiscal esteja sob controle e que o sistema financeiro nacional esteja estável, para que isso não comprometa o cumprimento das metas de inflação. Por outro lado, as metas de inflação devem ser críveis, ou seja, atingíveis. O Banco Central deve possuir conhecimento sobre o funcionamento da economia, especialmente sobre os mecanismos de transmissão da política monetária e sua quantificação por meio de modelos macroeconômicos. Entre as principais características de um regime de metas de inflação, conforme o Banco Central do Brasil (2014), tem-se:

(1) Escolha do índice de inflação: geralmente existem duas opções - o índice de inflação completo ou um núcleo de inflação;

(2) Definição da meta: que pode ser específica ou em forma de intervalo. No caso de uma meta em forma de intervalo, ainda há a possibilidade de ter ou não uma meta central;

(3) Horizonte da meta: definição do período de referência para avaliar o cumprimento da meta de inflação;

(4) Existência de cláusulas de escape: estabelecimento prévio de situações que podem justificar ou não o cumprimento das metas; e

(5) Transparência: formas de comunicação da autoridade monetária para informar a sociedade sobre a condução do regime de metas.

A escolha de como medir a inflação é um ponto importante. Segundo Arestis, Ferrari Filho e Paula (2009), o índice de preços escolhido deve refletir os preços dos bens e serviços para os consumos atuais e futuros. Como a construção de um índice de preços futuro é inviável, logo, os problemas nos movimentos de curto prazo, que geralmente são movimentos inexatos e ruidosos, sugerem que um índice que busca ter uma perspectiva de longo prazo deve ser ajustado, ou o núcleo dele deve ser utilizado. A utilização do núcleo propõe a retirada de itens que compõem um índice, tais como preços de alimentos e de energia, choques cambiais, impostos indiretos, entre outros. Estes itens, por sofrerem maiores oscilações, choques corretivos e

temporários, podem conter pouca informação sobre o real movimento dos preços no longo prazo.

Outros pontos importantes são com relação ao ajuste de uma meta pontual, ou faixa, e a escolha do período. Aqui a autoridade monetária optará por credibilidade ou flexibilidade. Na medida em que a escolha seja por uma faixa para a meta de inflação e por um horizonte de tempo maior, proporcionar-se-á maior flexibilidade, não somente para a estabilidade do produto, mas também na acomodação de grandes movimentos na taxa de câmbio nominal. Porém pode-se, dessa forma, comprometer a credibilidade da autoridade monetária para com a sociedade, devido a oscilações maiores e por maior tempo dos preços na economia (ARESTIS, FERRARI FILHO E PAULA, 2009, p. 5).

Mishkin resume as vantagens do regime de metas de inflação, que incluem os benefícios já mencionados: o aumento da credibilidade da autoridade monetária, o que resulta em uma maior responsabilidade na condução da política monetária e uma melhor comunicação com o público. Como resultado, a probabilidade de o Banco Central cair em uma armadilha de inconsistência dinâmica é reduzida. Além disso, ajuda a alinhar as expectativas de inflação futura com a meta de inflação, o que a reduz de forma mais rápida. Por outro lado, permite uma compreensão mais clara por parte do público, o que aumenta a transparência das ações da autoridade monetária (MISHKIN, 2000, citado por NEVES E OREIRO, 2007, p. 20).

O autor também resume as desvantagens do regime de metas de inflação, que são compartilhadas por muitos autores. Segundo eles, a meta de inflação é muito rígida, o que pode comprometer a estabilidade do produto e o crescimento econômico devido ao nível de discricionariedade permitido. Além disso, a defasagem de tempo entre a implementação da política monetária, seu impacto na inflação e a dificuldade de controle podem resultar em um Banco Central com pouca efetividade. Esses problemas são agravados pela necessidade de flexibilidade cambial no regime de metas de inflação, o que pode levar à instabilidade financeira diante de possíveis ataques especulativos. Por fim, o regime de metas de inflação não pode evitar a ocorrência da dominância fiscal. Em caso de déficits fiscais elevados, pode ocorrer a monetização da dívida pública, o que leva a um aumento da inflação (MISHKIN, 2000, citado por NEVES E OREIRO, 2007, p. 21).

A partir desses elementos, é possível observar que o regime de metas de inflação tem como objetivo aumentar a transparência na condução da política monetária. Os canais de comunicação entre a autoridade monetária e os agentes econômicos são parte fundamental desse regime, o que gera confiança dos agentes no Banco Central e, conseqüentemente, cooperação desses agentes na política de combate à inflação adotada pelo Banco Central. Além disso, um Banco Central transparente e confiável pode resolver o problema da inflação, pois "essas metas de inflação podem coordenar as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos e influenciar a fixação de salários e preços, atuando como uma referência tanto para a inflação atual quanto para as expectativas futuras" (CARRARA; CORREA, 2012, citado por DE DEUS, 2015, p. 88).

Deste modo, essa seção traz consigo a oportunidade de listar os elementos que nos ajudam a compreender o que é o regime de metas de inflação e quais as ideias subjacentes a esse regime. Com isso em mente, destaca-se, a seguir, o funcionamento dele no Brasil.

3.4 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

Após a adoção do Plano Real em 1994, o Brasil adotou algumas medidas para cumprir seu objetivo de estabilizar os preços na economia, sendo uma dessas medidas a utilização de uma âncora cambial. De 1994 a 1997, o Banco Central do Brasil administrava a taxa de câmbio permitindo que o real variasse, em relação ao dólar, entre R\$ 1,03 e R\$ 1,05 por dólar, dessa forma evitava que houvesse choques de inflação no país. Para isso, o Banco Central utilizava suas reservas cambiais para operar no mercado, comprando ou vendendo dólares, fazendo, assim, o controle da variação do real frente a essa moeda e controlando a inflação no país. Mas, em 1994, com a crise do México, começaram a existir diversas saídas de capital estrangeiro, não só deste país, mas também dos países da América Latina. Em razão da instabilidade externa, alguns países se viram sem reservas suficientes para continuar operando no mercado e, dessa maneira, não conseguiam mais administrar a variação da sua moeda (TERRA, 2021).

O contexto de fragilidade da moeda brasileira se tornou ainda mais grave após as crises cambiais ocorridas em países da Ásia e na Rússia, durante os anos de 1997

e 1998. Isso resultou em uma significativa desvalorização do real devido a ataques especulativos em um ambiente internacional desfavorável, caracterizado por baixa liquidez global e um alto nível de aversão ao risco. A situação fiscal do período entrou em um ciclo vicioso, no qual o agravamento do déficit fiscal gerava uma redução na confiança no país, resultando em prêmios de risco mais elevados, conseqüentemente taxas de juros mais altas e a intensificação da crise fiscal. Para restabelecer a confiança em meio a esse período de instabilidade, o Brasil optou por adotar uma âncora nominal para controlar a inflação, em vez de utilizar uma âncora cambial. Da mesma forma, o México, a Colômbia e o Peru também seguiram uma abordagem ortodoxa durante esse período, buscando alcançar objetivos como a transição para um regime de câmbio flutuante, o reequilíbrio das contas públicas e a implementação de medidas de austeridade fiscal, além do estabelecimento de metas de inflação para ancorar as expectativas inflacionárias (MODENESI E MODENESI, 2012, citado por FRANKE, 2019, p. 19).

Em março de 1999, foi estabelecido um departamento de pesquisa dentro do Banco Central do Brasil. Inicialmente, foram abertas três áreas de pesquisa: Tecnologia da Informação (TI), risco financeiro e precificação, e microeconomia bancária. O grupo de TI, composto por 14 pesquisadores, iniciou seus estudos revisando a literatura, como: “Bernanke et al. (1998), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press”, e “Taylor, John B. (ed.) (1999), *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2000, p. 9, tradução nossa).

Após um planejamento meticuloso, o grupo de TI começou a trabalhar na elaboração do quadro institucional e na modelagem do mecanismo de transmissão da política monetária. O Brasil experimentou benefícios significativos decorrentes das discussões e consultas realizadas durante o seminário sobre metas de inflação. Este evento foi organizado em colaboração entre o Banco Central do Brasil e o departamento de assuntos monetários e cambiais do Fundo Monetário Internacional (FMI), realizado no Rio de Janeiro de 3 a 5 de maio de 1999. O consenso resultante dessas deliberações pode ser resumido da seguinte maneira:

“A inflação baixa e estável foi destacada como o principal objetivo de longo prazo da política monetária, e o direcionamento da inflação foi considerado um quadro eficaz para orientar a política monetária. Em particular, o

direcionamento da inflação foi visto como fornecendo uma âncora nominal tanto para a política monetária quanto para as expectativas de inflação, tornando essa âncora idêntica ao objetivo de longo prazo da política monetária; proporcionando mais transparência e responsabilidade para o desenho e implementação da política monetária; facilitando sua comunicação, compreensão e avaliação; e fornecendo orientação eficaz de políticas ao concentrar a atenção dos formuladores de políticas nas consequências de longo prazo das ações de política de curto prazo." (*Brazil - Selected Issues and Statistical Appendix - International Monetary Fund*, July 16th, 1999, citado por Banco Central do Brasil, 2000, p. 10, tradução nossa).

O regime de metas de inflação iniciou no Brasil em março de 1999, em um contexto ainda caracterizado pela incerteza em relação ao impacto da desvalorização do real. O regime de metas foi oficialmente adotado como diretriz para a política monetária com a publicação do Decreto nº 3.088 pelo Presidente da República, em 21 de junho de 1999. Em 30 de junho de 1999, o Conselho Monetário Nacional (CMN) emitiu a Resolução nº 2.615, que definiu o índice de preços de referência e as metas de inflação para 1999 e os dois anos seguintes, sendo para 1999 de 8%, para 2000 de 6%, e para 2001 de 4% (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014, p. 6).

Segundo Carrara e Correa (2012), esse decreto estabeleceu diversos pontos importantes, como (1) a definição de metas de inflação com base em variações anuais de um índice de preços conhecido; (2) a responsabilidade de determinar as metas de inflação, os intervalos de variação e o índice de preços a ser utilizado foi atribuída ao Conselho Monetário Nacional (CMN), por meio de uma proposta do ministro da Fazenda; (3) o Banco Central do Brasil foi incumbido de garantir o cumprimento das metas estabelecidas, utilizando os instrumentos necessários para isso. A meta é considerada cumprida quando a inflação acumulada no ano, medida pelo índice de preços escolhido pelo CMN, estiver dentro da faixa de tolerância preestabelecida. Em caso de descumprimento das metas, o presidente do Banco Central é responsável por escrever uma carta aberta ao ministro da Fazenda, explicando as razões do não cumprimento e as medidas a serem tomadas para trazer a inflação de volta ao intervalo estabelecido, bem como o prazo para que isso ocorra.

No Brasil, a meta de controle da inflação foi estabelecida com base na variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), que é calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). O IPCA é um índice que reflete os preços dos produtos e serviços consumidos pela população em geral, ao contrário

de outros índices, como os de preços no atacado e índices gerais. A escolha do índice de preços ao consumidor é comum na maioria dos regimes de metas de inflação, pois é a medida mais adequada para avaliar o impacto da inflação no poder de compra da população. Dentre os índices de preços ao consumidor disponíveis, o IPCA foi selecionado por ter uma abrangência maior em comparação ao outro índice com cobertura nacional, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC). Enquanto o INPC mede a inflação para domicílios com renda entre 1 e 6 salários-mínimos (na época da escolha, entre 1 e 8 salários-mínimos), o IPCA inclui domicílios com renda entre 1 e 40 salários-mínimos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014, p.7)

Com relação ao período para o cumprimento da meta e os intervalos definidos pelo CMN tem-se que os intervalos são, historicamente, estipulados em 2 pontos percentuais (p.p.) para mais ou para menos em relação a meta central. Somente nos anos de 2003 a 2005 os intervalos foram estabelecidos em 2,5 p.p. e nos anos de 2017 a 2022 em 1,5 p.p. Quanto ao período para o cumprimento da meta ele é, no Brasil, de um ano (ano calendário), enquanto outros países adotam um prazo médio de dois anos ou mais, ou um período móvel. Segundo Paula e Saraiva (2015), o prazo mais alongado permite divergências de curto prazo entre a meta e os choques que afetam a economia, sendo o Brasil um dos únicos países que adota uma meta anual (ano calendário) como horizonte da meta.

A tabela 1 mostra o histórico das metas de inflação no Brasil, em que se observa o centro da meta, o intervalo de tolerância dentro do qual a inflação pode flutuar e a inflação efetiva, medida pelo IPCA.

TABELA 1 – HISTÓRICO DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL (1999-2022).

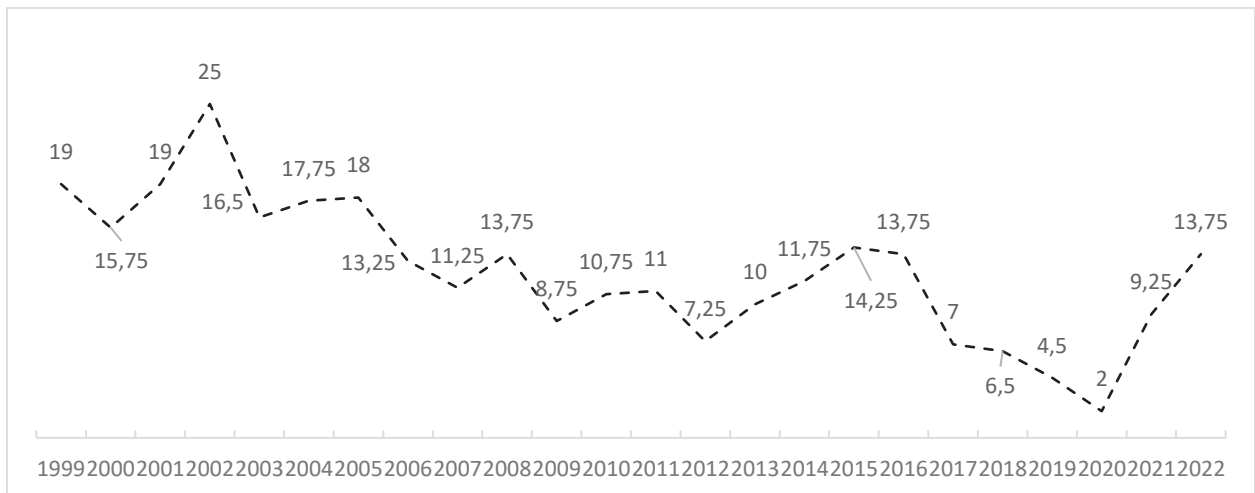
Ano	Meta (%)	Tamanho do intervalo +/- (p.p.)	Intervalo de tolerância (%)	Inflação Efetiva (Variação do IPCA, %)
1999	8,00	2,0	6,0 a 10,0	8,94
2000	6,00	2,0	4,0 a 8,0	5,97
2001	4,00	2,0	2,0 a 6,0	7,67
2002	3,50	2,0	1,5 a 5,5	12,53
2003*	8,50	2,5	11,0 a 6,0	9,30
2004*	5,50	2,5	8,0 a 3,0	7,60
2005	4,50	2,5	2,0 a 7,0	5,69
2006	4,50	2,0	2,5 a 6,5	3,14
2007	4,50	2,0	2,5 a 6,5	4,46
2008	4,50	2,0	2,5 a 6,5	5,90
2009	4,50	2,0	2,5 a 6,5	4,31
2010	4,50	2,0	2,5 a 6,5	5,91
2011	4,50	2,0	2,5 a 6,5	6,50
2012	4,50	2,0	2,5 a 6,5	5,84
2013	4,50	2,0	2,5 a 6,5	5,91
2014	4,50	2,0	2,5 a 6,5	6,41
2015	4,50	2,0	2,5 a 6,5	10,67
2016	4,50	2,0	2,5 a 6,5	6,29
2017	4,50	1,5	3,0 a 6,0	2,95
2018	4,50	1,5	3,0 a 6,0	3,75
2019	4,25	1,5	2,75 a 5,75	4,31
2020	4,00	1,5	2,50 a 5,50	4,52
2021	3,75	1,5	2,25 a 5,25	10,06
2022	3,50	1,5	2,0 a 5,0	5,79

* A Carta Aberta, de 21/1/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.

FONTE: Banco Central do Brasil (2023).

Segundo Couto et al. (2010), no Decreto nº 3.088 que estabeleceu o regime monetário de metas de inflação, coube ao Banco Central garantir o cumprimento da meta estipulada para a taxa de variação do IPCA através da determinação da taxa básica de juros (SELIC). Especificamente, essa responsabilidade foi atribuída ao Comitê de Política Monetária do Banco Central (COPOM), composto pelos diretores do Banco Central, que se reúnem a cada 45 dias para estabelecer a meta que consideram adequada para a taxa básica de juros, a fim de controlar a inflação e fazer com que ela não saia dos parâmetros já definidos pelo CMN. O gráfico 1 mostra qual foi a meta para a taxa SELIC no final de cada ano.

GRÁFICO 1 – TAXA SELIC META DE 1999 A 2022 (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil (2023).

Os dados do gráfico mostram como a meta da taxa de juros básica da economia brasileira tem se mantido alta. Nesse período de 23 anos sua média ficou em cerca de 12,5%. A SELIC, tanto nominal quanto em termos reais, historicamente, é uma das taxas de juros mais altas do mundo.

Nesta seção buscou-se apresentar as principais características e regras do regime de metas de inflação, em termos gerais, e seu funcionamento no Brasil. No próximo capítulo serão abordadas as críticas a esse regime com base na perspectiva pós-keynesiana.

4 CRÍTICAS AO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O regime de metas de inflação, como já comentado, se baseia nos pressupostos do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), entre eles a neutralidade da moeda, a taxa natural de desemprego, a relação inversa entre inflação e desemprego (Curva de Phillips), a racionalidade dos agentes econômicos, sendo o principal objetivo desse regime a estabilidade dos preços. Os pressupostos desse modelo são aceitos por muitos, mas não há uma conformidade geral com relação a eles. Keynes, através da sua crítica aos fundamentos clássicos trouxe embasamento para novas formas de compreender as relações das variáveis econômicas e, com isso, fundamentou a perspectiva pós-keynesiana, que traz uma crítica a esse modelo de política monetária.

Porém, não são apenas os pós-keynesianos que fazem críticas ao regime de metas de inflação. Outras escolas também tecem críticas, como a institucionalista. Dado o recorte deste trabalho, o foco das críticas apresentadas estará naquelas que são propostas pela escola pós-keynesiana. Além disso, o trabalho buscará apresentar dados macroeconômicos brasileiros, referentes ao período de 1999 a 2022, para referenciar as críticas.

Dessa forma, este capítulo está organizado a partir de três subtópicos, sendo que o primeiro busca apresentar a metodologia empregada no trabalho, com destaque à fonte dos dados. No segundo tópico apresentam-se as críticas mais gerais ao RMI e seus pressupostos, enquanto o último subtópico apresenta uma revisão de críticas ao regime de metas de inflação no Brasil.

4.1 METODOLOGIA

Este trabalho busca analisar, por meio da revisão bibliográfica, o arcabouço teórico pós-keynesiano sobre a política monetária, assim como a teoria que embasa o regime de metas de inflação. Além disso, para completar a análise das críticas que a escola pós-keynesiana tece ao RMI, este trabalho busca organizar e analisar dados quantitativos do período de 1999 a 2022, referentes às metas de inflação, nível da taxa básica de juros no país, nível de investimento, taxa de crescimento econômico e

dívida pública brasileira. Dessa forma, os métodos bibliográfico e estatístico norteiam o desenvolvimento da pesquisa.

Para além, vale destacar as três principais fontes de dados utilizadas no trabalho:

- Base de dados do Banco Central do Brasil, disponível no site da instituição, que foi utilizada para a coletar os dados referentes às metas de inflação, a evolução das taxas de juros nominal e real no período e, perfil e composição da dívida pública brasileira;

- A base de dados do Fundo Monetário Internacional, para a elaboração da tabela com os dados referentes ao crescimento do produto real no Brasil e em grupos de economias selecionadas para o período de 1999 a 2022;

- A base de dados IPEADATA, para o cálculo da taxa de crescimento de formação bruta de capital fixo (TXCFBKF), do terceiro trimestre de 1999 ao quarto trimestre de 2022.

Esses dados foram selecionados, pois representam partes importantes do desempenho da economia brasileira e refletem os resultados e impactos do RMI.

Inicialmente, as metas de inflação correspondem ao principal instrumento de ancoragem das expectativas inflacionárias do país, portanto a análise inicial do comportamento da inflação em relação as metas estabelecidas pela autoridade monetária são importantes para avaliar se as medidas adotadas estão sendo de fato eficientes na promoção da estabilidade de preços.

A taxa básica de juros (SELIC) é o principal instrumento para se realizar o controle inflacionário, porém níveis elevados de taxas de juros nominais e reais podem causar grande desestímulo ao investimento produtivo. A análise dos patamares das taxas praticadas nesse período é importante para avaliar quais os custos para o controle inflacionário dentro do RMI e quais as consequências para a dinâmica do emprego e do crescimento econômico.

O perfil e a composição da dívida pública são outros fatores relevantes para o funcionamento eficiente da economia. A indexação da dívida aos títulos pós-fixados atrelados à taxa Selic e o volume da utilização desses títulos nas operações compromissadas trazem impactos significativos sobre a estabilidade macroeconômica. Portanto, a análise desses indicadores é importante para a compreensão do funcionamento institucional do RMI, para a compreensão de como

as altas taxas de juros impactam na política e no risco fiscal do Brasil, destacando a necessidade de uma abordagem diferente na instrumentalização das operações compromissadas e na composição da dívida pública brasileira.

A análise da taxa de crescimento do PIB brasileiro e a comparação com outras economias selecionadas traz uma perspectiva interessante sobre se, de fato, o desempenho econômico do Brasil nesse período apresentou crescimento. Essa abordagem comparativa é essencial para contextualizar as políticas adotadas e identificar possíveis lições a serem aprendidas com experiências internacionais similares.

Por fim, a taxa de crescimento de formação bruta de capital fixo é um indicador crucial para demonstrar o lado real da economia, trazendo uma perspectiva do nível de investimento produtivo no país. Por meio deste indicador é possível analisar o quanto as taxas de juros, representadas na taxa mínima de atratividade, têm impactado na decisão de investimento. O investimento desempenha papel central na determinação do produto e do emprego, influenciando tanto a demanda agregada quanto a produtividade e a eficiência da economia.

4.2 CRÍTICAS GERAIS AO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

A principal diferença entre a linha de pensamento pós-keynesiana e o Novo Consenso Macroeconômico (NCM) está relacionada ao princípio da neutralidade da moeda. Enquanto os economistas do NCM argumentam que a moeda é neutra no longo prazo e não seria neutra no curto, os pós-keynesianos discordam veementemente dessa visão. Por exemplo, Davidson (1996) defende que, em qualquer teoria monetária da produção, que é a forma como Keynes descreve sua teoria econômica e enxerga o funcionamento do capitalismo, o axioma da neutralidade da moeda não é válido no curto, e nem tampouco no longo prazo.

O entendimento de que a moeda é um ativo que pode conservar riqueza, liquidar contratos e representar poder de compra, altera a ideia de neutralidade da moeda, defendida pelas escolas clássica e neoclássica. Segundo Couto et al. (2010), diferentemente daqueles que defendem essa neutralidade e a ineficácia da política monetária, devido às expectativas racionais, os pós-keynesianos acreditam que a

política monetária pode afetar variáveis reais da economia, como a diminuição do desemprego. A redução da taxa de juros, por exemplo, pode estimular o investimento produtivo, criando empregos e fazendo com que a moeda saia do lado financeiro da economia circulando na esfera de bens e serviços.

A divergência em relação à neutralidade da moeda tem implicações significativas na formulação e implementação da política monetária. Essa perspectiva de neutralidade é o principal argumento para defender uma política monetária focada apenas na estabilidade de preços, por isso, os economistas heterodoxos, ao discordarem desse pressuposto, defendem que essa política deve ter objetivos adicionais além do controle da inflação, como o estímulo à produção e ao emprego (MONTEIRO, 2006). Daí, uma das principais críticas pós-keynesianas à essência do regime de metas de inflação.

No que diz respeito à origem da inflação, os pós-keynesianos não concordam com a visão de que a inflação é essencialmente um fenômeno monetário. Segundo Campadelli e Lacerda (2014), a origem dessa ideia pode ser atribuída a Friedman, que retoma a concepção da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) com uma nova abordagem sobre o papel da moeda. A TQM se baseia na equação ' $MV = PY$ ', em que M representa a quantidade de moeda na economia, V é a velocidade de circulação da moeda, P é o nível de preços e Y é o produto da economia. De acordo com essa teoria, tanto a velocidade de circulação da moeda quanto o produto da economia são considerados constantes no curto prazo. Portanto, a equação acaba se resumindo a ' $M = P$ ' no curto prazo. Consequentemente, os níveis de preços são determinados pela quantidade de moeda existente.

Em outras palavras, a moeda é vista como neutra, como já comentado acima, tendo apenas a função de facilitar a troca de mercadorias. A única consequência de um aumento na quantidade de moeda é o aumento da inflação. Dessa forma, a inflação é um fenômeno produzido por um aumento desproporcional na quantidade de moeda, acima da oferta de bens a serem consumidos. Nesta lógica, ela é causada pelos emissores de moedas, em sua maioria os bancos centrais, que emitem dinheiro para financiar a atividade econômica, visando o aumento do emprego, mas que acabam por alterar os níveis de preço, gerando o processo inflacionário. Segundo esta linha de pensamento a maneira mais efetiva para se controlar a inflação é a taxa de juros. A visão é de que a inflação é basicamente um efeito de demanda, e que,

com a taxa de juros é possível se controlar a demanda, evitando assim, pressões inflacionárias. De certa forma, esta visão está presente nos pressupostos teóricos do regime de metas de inflação.

Os pós-keynesianos discordam dessa ideia de que a inflação sempre é resultado do aumento da demanda agregada. Em geral, de acordo com a perspectiva pós-keynesiana, a inflação pode também estar ligada ao aumento dos custos de produção e ao conflito distributivo (LIBÂNIO, 2004). Enquanto a perspectiva ortodoxa simplifica a inflação como um problema de demanda e propõe o uso de um único instrumento, a taxa de juros, os pós-keynesianos identificam sete diferentes tipos de inflação (SICSÚ, 2003):

(1) inflação de salários: ocorre quando há um aumento nos salários nominais, mantendo-se os demais fatores constantes. Esses aumentos só não resultarão em inflação quando forem compensados por um aumento na produtividade ou por reduções nos *mark-ups*;

(2) inflação devido ao poder de mercado ou inflação de lucros: é influenciada pelo nível de concentração de mercado, sendo também conhecida como inflação de grau de monopólio;

(3) inflação devido a retornos decrescentes: ocorre quando o hiato de emprego já é baixo e diminui ainda mais, fazendo com que a economia opere em uma faixa de retornos decrescentes. Isso ocorre porque, nessa faixa, os trabalhadores contratados são menos qualificados e, portanto, menos eficientes;

(4) inflação importada: corresponde à inflação proveniente do exterior devido a alterações nos níveis de preços internacionais e/ou na taxa de câmbio. Ela será mais intensa quanto maior for a abertura comercial e a dependência externa da economia;

(5) choques de oferta inflacionários: são choques domésticos no lado da oferta que causam aumento nos custos. Exemplos clássicos são a quebra de safra e o aumento do custo de energia devido ao baixo nível dos reservatórios;

(6) inflação devido a impostos: ocorre quando o governo aumenta a carga tributária e as alíquotas de impostos e contribuições, o que tende a causar inflação ao repassar esses maiores custos tributários para os preços dos produtos; e

(7) inflação de demanda: é a mais conhecida e discutida na literatura, principalmente nos trabalhos do *mainstream*. Ela ocorre quando o hiato de emprego

na economia deixa de ser positivo, ou seja, quando a economia está no nível do pleno emprego.

Conforme Campedeli e Lacerda (2014), um dos efeitos mais prejudiciais do regime de metas de inflação é o impacto negativo que ele tem sobre o investimento. Quando há pressões inflacionárias, o Banco Central aumenta a taxa de juros com o objetivo de reduzir a demanda. Nesse cenário, é necessário que a eficiência marginal do capital seja maior para que o investimento seja vantajoso para os empresários. Existe uma consequência ainda mais grave para o investimento. Os empresários levam em consideração a eficiência marginal do capital e, sempre que houver pressões inflacionárias ou aumentos significativos na demanda, eles já sabem que o Banco Central irá intervir aumentando a taxa de juros, o que reduzirá a eficiência marginal do capital e desestimulará constantemente o investimento.

Embora a utilização da taxa de juros para controle da inflação seja uma forma efetiva de controlá-la, os economistas pós-keynesianos não recomendam a sua utilização em qualquer situação de elevação de preços, pois acreditam que elevar as taxas de juros como forma de combater a inflação apenas tratará dos sintomas do processo inflacionário, não de suas causas. Paradoxalmente, a elevação da taxa de juros pode se tornar mais uma forma de aumentar a pressão inflacionária pelo lado da oferta, já que contribui para o aumento dos custos (SICSÚ, 2003).

Montes (2009), sugere que a manipulação da taxa de juros para controlar a inflação deve ser considerada apenas em casos específicos de inflação de demanda e, mesmo assim, deve ser utilizada de forma moderada e coordenada com a política fiscal.

Nessa seção foram apresentadas as principais críticas dos economistas pós-keynesianos em relação ao RMI. Na próxima seção serão apresentadas críticas a esse regime no Brasil e suas implicações para a dinâmica da economia brasileira.

4.3 CRÍTICA AO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

Grande parte das discussões sobre o regime de metas de inflação, incluindo as discussões internacionais, se concentram na análise das metas e dos resultados alcançados em relação à inflação. Embora controlar a inflação seja uma condição necessária para o desenvolvimento econômico, acredita-se que seja importante

discutir os resultados do regime de metas de uma forma mais ampla, levando em consideração o conceito de estabilidade macroeconômica. Isso envolve a análise do comportamento da inflação, bem como temas como o crescimento econômico e as interações entre política fiscal e monetária.

A capacidade de alcançar a meta estabelecida é o ponto de partida para qualquer análise do regime. Um levantamento realizado pela CNN (2023), revela que, até janeiro de 2023, 212 dos 282 meses corridos desde a implementação do sistema de metas no Brasil, a inflação ultrapassou o centro da meta. Isso corresponde a 75% do tempo total. Em 102 desses meses, o desvio da inflação foi ainda maior, ultrapassando o limite máximo estabelecido pela meta. Esse valor representa 36% ou um terço do período em que a inflação ficou acima do limite máximo permitido pelo governo. Por outro lado, houve 69 meses, equivalentes a um quarto do tempo (24,5%), em que a inflação ficou abaixo da meta. Isso ocorreu entre 2006 e 2007 e novamente de 2017 a 2020. O gráfico 2 mostra o centro da meta, os intervalos e o resultado do IPCA de 1999 a 2022.

GRÁFICO 2 – RESULTADO ANUAL DO IPCA E AS METAS PARA A INFLAÇÃO



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil (2023).

Desde a criação do sistema, o Brasil encerrou o ano fora dos limites da meta em sete ocasiões. Em seis desses casos, a inflação ultrapassou o limite máximo: 2001, 2002, 2003, 2015, 2021 e 2022. Apenas em 2017 houve um desvio para baixo: nesse ano, o IPCA ficou em 2,95%, enquanto a meta era de 4,5%, com uma margem de tolerância entre 3% e 6%.

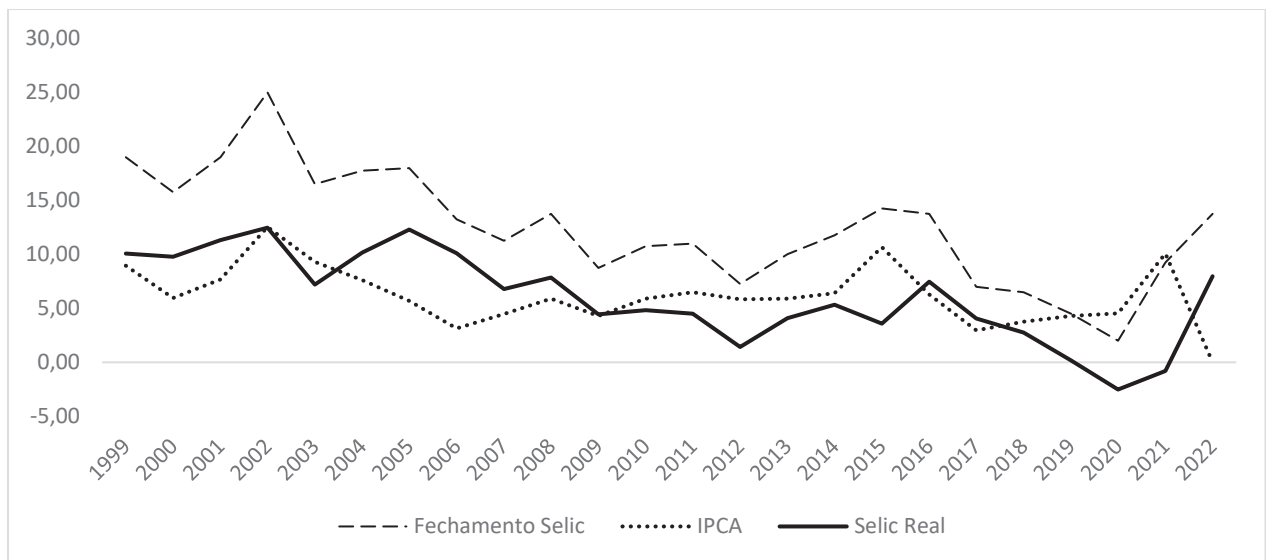
Uma discussão que se dá em torno do IPCA é com relação a utilização do índice cheio ou apenas o seu núcleo. Desde a implementação do Regime de Metas de Inflação em 1999 utiliza-se o índice cheio, o que traz maiores variações para o IPCA, sendo que nem sempre essas variações se referem a expansão da demanda agregada. O índice cheio sofre mais variações por conta de preços localizados, como os preços administrados, choques de oferta externos e alta volatilidade devido ao elevado *pass-through* da taxa de câmbio. Utilizando-se desse modelo de medir a inflação, as variações se tornam mais fortes e constantes, o que acaba por exigir que o Banco Central atue com mais frequência, elevando a taxa de juros e, dessa forma, tornando mais difícil o equilíbrio entre controle de preços e o crescimento econômico do país (CURADO E OREIRO, 2005, p. 142-143).

O Brasil não seguiu o modelo de outros países como: Canadá, Nova Zelândia, Austrália, Holanda e Suécia, que adotaram como parâmetro o núcleo da inflação, retirando alguns choques localizados, conforme comentado acima. Essa forma de medir a variação dos preços dá menos importância para os choques provocados por fatores temporários, considerando aquelas variações que são mais consistentes com o comportamento de toda a economia. Porém, essa metodologia pode enfrentar dificuldades em passar credibilidade, pois a definição das variáveis que comporiam esse núcleo pode não ser facilmente compreendida pelos agentes econômicos e, devido ao histórico inflacionário brasileiro, a escolha dessa metodologia se torna ainda mais difícil (CARRARA E CORREA, 2012, p. 446-447).

Outro ponto já destacado anteriormente são as elevadas taxas de juros praticadas no Brasil. De acordo com a CNN (2022), o Brasil, em 2022, esteve com a maior taxa de juros real entre as 40 principais economias do mundo. Em segundo lugar estava o México, com uma taxa de juros real de 4,2%. Os outros três países com as maiores taxas de juros reais são Colômbia (3,86%), Chile (3,38%) e Indonésia (2,62%). Quando consideradas apenas as taxas nominais de juros, o Brasil ficou com

a segunda posição. As cinco maiores taxas nominais foram da Argentina (75%), Brasil, Turquia (12%), Hungria (11,75%) e Chile (10,75%). A persistência de taxas de juros nominais e reais elevadas no Brasil é notável, o que vai contra as expectativas teóricas do NCM. O Gráfico 3 ilustra a trajetória das taxas de juros nominais e reais no Brasil durante o período de 1999 a 2022. Pode-se observar que a política monetária tem sido caracterizada pela manutenção de taxas de juros reais e nominais excessivamente altas para se obter o objetivo da meta de inflação, nem sempre observado.

GRÁFICO 3 – EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JUROS NOMINAIS E REAIS NO BRASIL – 1999 – 2022 (% a.a)



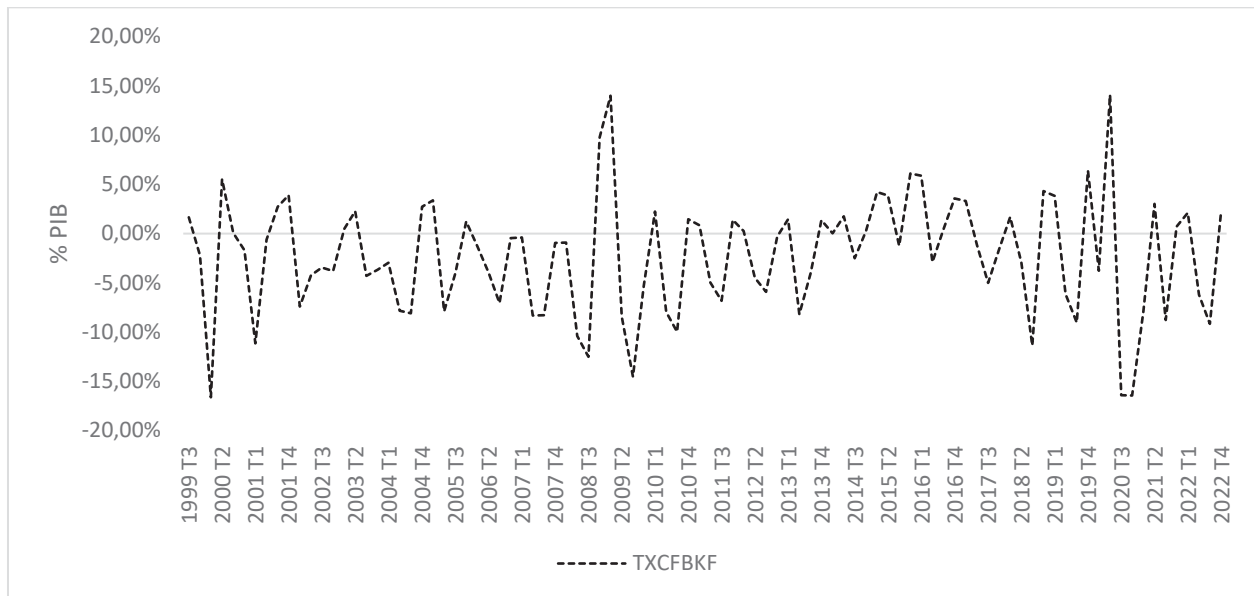
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil (2023).

Conforme Curado e Oreiro (2005), a implementação do regime de metas de inflação juntamente com o regime de taxas de câmbio flutuante deveria resultar em uma dinâmica diferente no comportamento da taxa de juros, com a expectativa de uma redução significativa nas taxas de juros internas. Essa é uma das principais vantagens apontadas pela literatura ao combinar um regime de metas de inflação com taxas de câmbio flutuantes. No entanto, essa redução não tem sido observada na experiência brasileira, o que mantém o país com as taxas de juros reais mais altas do mundo, como visto acima.

Ao aumentar os juros nominais, esse aumento é transmitido para toda a estrutura de taxas de juros, especialmente aquelas com prazos mais curtos. Devido

à rigidez dos preços no curto prazo, essa medida resulta em um aumento na taxa real de juros, o que tem um impacto negativo nas decisões de investimento, diminuindo a demanda agregada (CORREIA, 2018, p. 120-121). O gráfico 4 mostra a variabilidade do investimento no Brasil, algo que, ao menos em parte, é determinado pelo comportamento dos juros.

GRÁFICO 4 - TAXA DE CRESCIMENTO DE FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO (TXCFBK), 1999/3 A 2022/4, (TRIMESTRAL EM %/PIB)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEADATA (2023).

Considerando a taxa mínima de atratividade necessária para viabilizar a decisão de produzir bens e serviços, os altos juros mencionados resultam em uma curva de juros no mercado financeiro nacional que desencoraja os investimentos produtivos. Além de outros fatores que dificultam a obtenção de uma taxa de retorno no Brasil, como altos custos operacionais, a taxa de juros básica é uma variável relevante que contribui para a alta volatilidade e baixo nível de investimento (SILVA, VIANA, TERRA, 2014, p. 27), conforme mostra o gráfico 4.

Dado o modo como os ativos são precificados, a primeira quase-renda que os investidores consideram é a taxa de menor risco, que no Brasil é a SELIC. Entre os anos de 1999 e 2022, a média da SELIC meta no período, de acordo com dados do Banco Central do Brasil (2023) apresentados no gráfico 1 foi de 12,5%a.a. Isso

implica em um custo de oportunidade elevado para o investimento produtivo, que dificilmente oferece um retorno superior a esta taxa.

Oreiro e Paula (2011) argumentam que a elevada taxa de juros no Brasil tem como principal motivo a singular conexão entre o mercado monetário e o mercado de dívida pública no país, estabelecida principalmente através das Letras Financeiras do Tesouro, atual Tesouro Selic. Nesse cenário, a taxa Selic desempenha duas funções cruciais: regula os empréstimos no mercado interbancário e, simultaneamente, é utilizada pelo Tesouro para refinarar uma parte expressiva da dívida. Dessa forma, a fragilidade persistente das finanças públicas brasileiras acaba resultando em uma exigência excessivamente elevada de taxa de juros pelo mercado para a rolagem da dívida pública. Em resumo, a função de refinanciamento da dívida pública acaba contaminando a função de instrumento de política monetária.

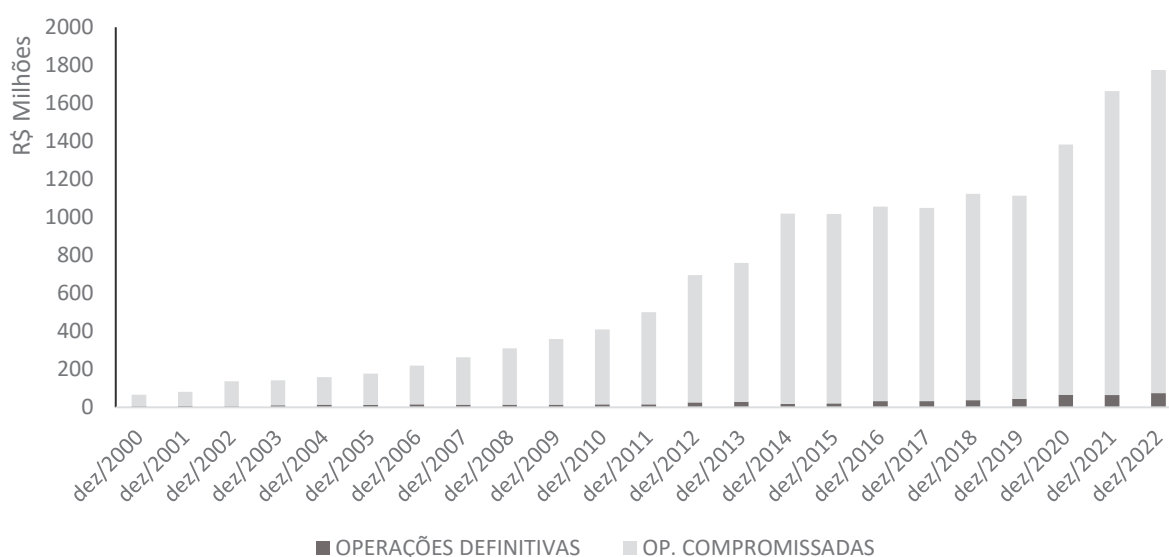
No Brasil, o Tesouro Nacional (TN) desempenha um papel central na gestão da dívida pública, sendo responsável pela emissão de títulos no mercado primário por meio de leilões e vendas diretas, inclusive para pessoas físicas através do Tesouro Direto. Organismos internacionais como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial têm fornecido diretrizes para melhorar a gestão da dívida pública, enfatizando a coordenação entre políticas fiscal e monetária, estruturação institucional adequada e uso de tecnologia. Em muitos países, incluindo o Brasil, as funções relacionadas à gestão da dívida são centralizadas em um departamento autônomo chamado Departamento de Operações do Mercado, que pode estar dentro ou fora da estrutura do Ministério da Fazenda ou do Tesouro Nacional. No Brasil, essa centralização visa manter uma estreita relação com outras áreas do governo ligadas à execução orçamentária e política fiscal. Embora o modelo brasileiro se assemelhe ao de outros países, a coordenação entre os mercados monetário e de dívida pública ainda reflete características do período de alta inflação do país (DORNELAS, 2019, p. 59-60).

Com a implementação do SELIC, os mercados monetário e de dívida pública no Brasil foram integrados. No mercado SELIC, tanto o Banco Central do Brasil (BCB) quanto o TN negociam títulos públicos federais, embora cada um tenha seus próprios objetivos de política, seja monetária ou de gestão da dívida pública e financiamento do déficit governamental, respectivamente (DORNELAS, 2019, p. 71).

A dívida pública brasileira é majoritariamente de curto prazo e vinculada à taxa SELIC, com poucos avanços na composição desde os anos 2000, apesar do uso contínuo das Letras Financeiras do Tesouro (LFT), atual Tesouro Selic. Esse cenário é atribuído à herança do período de hiperinflação, quando os mercados de dívida pública e moeda se confundiam. O BCB determina diretamente a taxa de juros das LFTs e a utiliza como referência operacional, o que impede o Tesouro Nacional de alongar a dívida pública, pois os investidores preferem ativos de curto prazo devido à rentabilidade garantida pela SELIC. O perfil de curto prazo da dívida pública e as dificuldades de seu alongamento estão também condicionadas às operações compromissadas realizadas pelo BCB, pois elas cumprem papel relevante para a continuidade desses problemas (NAKANO, 2005, citado por DORNELAS, 2019, p. 89).

Neste contexto, o Gráfico 5 representa o volume das operações compromissadas entre 2000 e 2022. O saldo dessas operações reflete a intervenção do Banco Central para gerenciar as flutuações diárias no estoque de reservas bancárias, ou seja, fazer política monetária, o que impacta nas variações da taxa de juros de curto prazo, conhecida como taxa Selic. Assim, o Banco Central utiliza essas operações para controlar as variações não planejadas nas reservas e manter a taxa Selic estável.

GRÁFICO 5 – VOLUME DE OPERAÇÕES COM TÍTULOS FEDERAIS NO MERCADO ABERTO – MÉDIA MENSAL DO TOTAL DIÁRIO (DEZ/2000 - DEZ/2022), R\$ MILHÕES



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil (2023).

Nota: Consideram-se exclusivamente as operações de venda com compromisso de recompra.

No mercado aberto, as operações com títulos públicos federais envolvem principalmente as operações compromissadas, como indicado pelo Gráfico 5. Por outro lado, as transações definitivas têm uma participação mínima, resultando em baixos volumes de valores negociados. As operações definitivas são realizadas de forma esporádica para evitar flutuações bruscas nos preços dos títulos e, conseqüentemente, na curva de juros. Assim, o uso predominante de operações compromissadas parece visar a manutenção da estabilidade na precificação dos títulos públicos no mercado e não interferir no comportamento da estrutura a termo da taxa de juros (FIGUEIREDO, FACHADA e GOLDENSTEIN, 2002, citados por BARBOSA, 2022, p. 61)

No entanto, o uso excessivo de operações compromissadas não é ideal, especialmente devido aos impactos na Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Buscar maneiras de reduzir o saldo dessas operações, incluindo a possibilidade de estender os prazos, como permitir que o Banco Central receba depósitos voluntários remunerados, emita seus próprios títulos e aumente a venda definitiva de títulos de sua carteira seria uma forma de corrigir o impacto do uso excessivo dessas operações. A redução do saldo das operações compromissadas, utilizando substitutos, poderia ajudar a diminuir a DBGG (FERREIRA, 2016B, PELLEGRINI, 2017C E FERREIRA, 2016, citados por BARBOSA, 2022, p. 66)

No Brasil, observa-se uma preferência pelo amplo uso de operações compromissadas para retirar o excesso de liquidez do mercado, com a taxa dessas operações servindo como a meta operacional do Banco Central e como referência para as transações interbancárias. No entanto, é importante notar que as operações compromissadas constituem uma parte significativa da dívida bruta, que é indexada à taxa Selic e tem um perfil predominantemente de curto e curtíssimo prazo, o que historicamente influencia o perfil da dívida bruta (DORNELAS e TERRA, 2021).

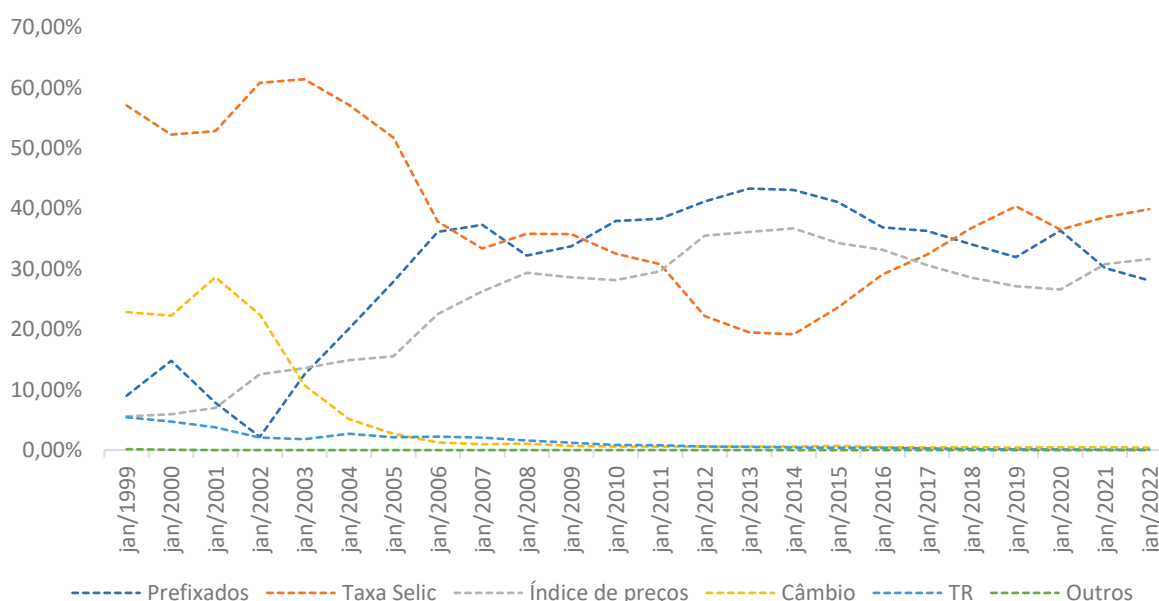
Pellegrini (2017), ao comparar a estrutura de ativos e passivos do Banco Central com o de quatorze países emergentes com elevadas reservas internacionais, o autor ressalta que somente o Brasil tem utilizado intensamente as operações compromissadas nos últimos anos. Isso indica uma abordagem diferente da experiência internacional, onde outras ferramentas são mais comuns na condução da política monetária. Além disso, as operações compromissadas no Brasil são

marcadas por três características distintas: seu grande volume, em relação ao PIB ou à participação na dívida pública; sua indexação à taxa básica de juros da economia; e seus prazos e vencimentos relativamente curtos.

Com relação à composição da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi), o Gráfico 6 demonstra que entre dezembro de 1999 e meados de 2007/2008, a maior parte da dívida pública brasileira estava atrelada a taxas flutuantes, especialmente à SELIC.

A partir de 2008, durante a crise do *subprime*, houve uma mudança para uma abordagem mais conservadora na gestão da dívida pública, com um aumento na presença de títulos prefixados e indexados à inflação. Embora a proporção de títulos indexados a taxas flutuantes tenha diminuído significativamente ainda é relevante, principalmente devido à indexação predominante pela taxa básica de juros, o que mantém a dívida com perfil de curto prazo e alto custo. Após o Plano Real, houve melhorias na estrutura da dívida pública brasileira, mas a predominância de dívidas de curto prazo e a indexação diária à SELIC continuam sendo desafios. A dificuldade em alongar o prazo da dívida e aumentar a participação de instrumentos prefixados é atribuída à cultura da indexação diária, reflexo do histórico de inflação elevada (DORNELAS, 2019, p. 58-59).

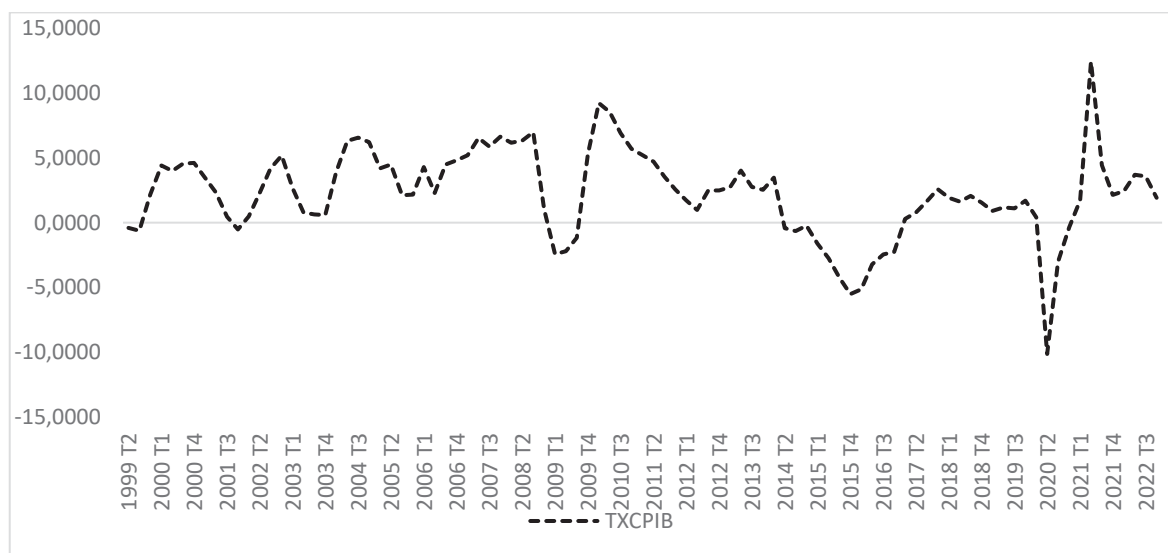
GRÁFICO 6 - COMPOSIÇÃO DA DPMFi EM PODER DO PÚBLICO POR TIPO DE RENTABILIDADE (JAN/1999 - JAN/2022), % DO TOTAL



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil (2023).

Para além dos fatores analisados, o comportamento do crescimento econômico é outro tema relevante. Embora, no regime de metas de inflação, a política monetária esteja focada exclusivamente no cumprimento da meta estabelecida, é importante analisar até que ponto a estabilidade econômica contribuiu para o crescimento da economia. O gráfico 7 demonstra a volatilidade na expansão do produto, resultado das flutuações nos investimentos, que são influenciados em parte pela atratividade dos ativos financeiros, principalmente a dívida pública (que rende, no mínimo a taxa básica de juros, apresentando apenas o risco soberano).

GRÁFICO 7 - TAXA DE CRESCIMENTO DO PRODUTO (TXCPIB), 1999/2 A 2022/3 (TRIMESTRAL EM %/TRIMESTRE ANTERIOR)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEADATA (2023).

Como resultado, a expansão da oferta na economia ficou limitada, resultando em um crescimento limitado do PIB brasileiro, com altas taxas de variações no período, sem trazer uma tendência ascendente relevante para o crescimento econômico do país.

Quando comparado o crescimento do PIB brasileiro com outras economias ao redor do mundo, observa-se que nesse período o Brasil apresentou um crescimento consideravelmente inferior a outros países em desenvolvimento. A Tabela 3 resume as informações sobre o crescimento do produto real para a economia brasileira e para grupos de países selecionados.

Nesse período o Brasil apresentou um crescimento médio real de 2,23%, ficando acima do crescimento de economias avançadas, que foi de 1,9%, mas abaixo dos países em desenvolvimento da Ásia, que foi de 7,06%, e dos mercados emergentes e economias em desenvolvimento, que apresentou um crescimento médio de 5,15% no período.

TABELA 2 - CRESCIMENTO DO PRODUTO REAL NO BRASIL E EM GRUPOS DE ECONOMIAS SELECIONADAS — 1999-22 (%)

Ano	Brasil	Economias Avançadas	Ásia emergente e em desenvolvimento	Mercados emergentes e economias em desenvolvimento
1999	0,5	3,6	6,5	3,5
2000	4,4	4,1	6,5	5,7
2001	1,4	1,5	6	3,7
2002	3,1	1,6	6,6	4,4
2003	1,1	2	8,3	6,9
2004	5,8	3,3	8,4	7,9
2005	3,2	2,8	9,3	7,1
2006	4	3	10,1	7,9
2007	6,1	2,7	11,2	8,4
2008	5,1	0,3	7,3	5,7
2009	-0,1	-3,4	7,6	2,8
2010	7,5	3,2	9,6	7,4
2011	4	1,7	7,9	6,3
2012	1,9	1,2	7	5,4
2013	3	1,4	6,9	5
2014	0,5	2	6,9	4,7
2015	-3,5	2,3	6,8	4,3
2016	-3,3	1,8	6,8	4,4
2017	1,3	2,5	6,6	4,8
2018	1,8	2,3	6,4	4,6
2019	1,2	1,7	5,2	3,6
2020	-3,3	-4,2	-0,5	-1,8
2021	5	5,6	7,5	6,9
2022	2,9	2,6	4,5	4,1

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do *International Monetary Fund* (2023).

Em suma, este capítulo buscou mostrar as críticas mais gerais ao RMI, por meio da perspectiva pós-keynesiana, como também apresentar alguns dados econômicos do desempenho brasileiro. Pôde-se observar que a manutenção da inflação dentro das metas estabelecidas pelo RMI foi feita sobre elevados custos para

a economia brasileira, devido a uma forte restrição da oferta, em razão da dificuldade de se manter retornos significativos para o investimento produtivo, muito por conta das altas taxas de juros, que contribuíram para um fraco crescimento do produto, mesmo quando comparado a outras economias emergentes. Também é importante notar que as operações compromissadas constituem uma parte significativa da dívida bruta, que é indexada à taxa Selic. Essas operações envolvem o Banco Central vendendo títulos do governo aos bancos comerciais com o compromisso de recomprá-los em uma data futura, o que aumenta temporariamente a dívida pública. Embora essas transações sejam parte da gestão da liquidez e não sejam diretamente relacionadas à política fiscal, elas influenciam o perfil da dívida bruta do país, adicionando pressão sobre as finanças públicas. Portanto, embora as operações compromissadas sejam utilizadas principalmente para regular a liquidez do sistema financeiro, elas têm o efeito colateral de aumentar temporariamente a dívida do país.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho buscou responder à pergunta: quais as principais críticas e limitações do Regime de Metas de Inflação no Brasil tendo em perspectiva a concepção pós-keynesiana. Para isso foi apresentada uma revisão teórica da perspectiva pós-keynesiana sobre o papel da moeda na economia, os instrumentos de política monetária e as suas utilidades para se alcançar os objetivos propostos por essa visão, que incluem a estabilidade de preços, a manutenção do investimento produtivo e a geração de emprego. Também foi apresentado o arcabouço teórico do regime de metas de inflação e como se deu sua implementação no Brasil. Buscou-se analisar o desempenho econômico brasileiro de 1999 até 2022, por meio do levantamento de alguns dados macroeconômicos, com o objetivo de avaliar o crescimento do produto e do investimento no Brasil, inclusive comparando-o com outras economias emergentes ao redor do mundo. Destacou-se também os problemas que envolvem a gestão da dívida pública brasileira e as altas taxas de juros nominais e reais praticadas no Brasil desde a implementação do RMI.

Apesar do controle inflacionário ser de extrema relevância para o crescimento da economia, principalmente no longo prazo, ele não deve ser o único objetivo a ser seguido pela autoridade monetária. Por meio dos conceitos levantados por Keynes e pelos pós-keynesianos foi possível notar que as principais críticas se dão com relação a não neutralidade da moeda, o fato de os agentes econômicos não serem sempre racionais e maximizadores de utilidade, a incerteza como um fator presente no ambiente econômico atual e a perspectiva da inflação não ser apenas um desequilíbrio pelo lado da demanda, sendo esses alguns dos diferenciais teóricos que podem ser debatidos, havendo outros pontos possíveis de serem aprofundados, como a utilização de um índice de inflação cheio ou definição de um núcleo e muitos outros.

Observou-se no Brasil, por meio de dados macroeconômicos, que as principais limitações se dão em torno das altas taxas de juros praticadas desde que o RMI foi implantado no país, trazendo algumas consequências negativas para o seu crescimento econômico. As metas traçadas pela autoridade monetária nesse período e as variações da inflação mostraram que a pesar do Brasil adotar uma política

monetária mais restritiva, atuando de forma constante no controle de preços, o Brasil teve um período significativo em que a inflação ficou fora dos parâmetros definidos.

Verificou-se por meio da análise da taxa bruta de formação de capital fixo um desestímulo ao investimento produtivo no período, devido às taxas mínimas de atratividade produzidas pelos elevados rendimentos dos Títulos Públicos Federais, dessa forma, o intervalo analisado de 1999 a 2022, ficou caracterizado por grande volatilidade e sem apresentar uma tendência clara de crescimento.

Com relação a comparação da taxa de crescimento do produto real brasileiro com outros países, foi possível observar que a necessidade de utilização constante da taxa Selic, e os altos juros produzidos dentro do RMI, trouxeram uma limitação para expansão do PIB do Brasil nesse período, que apresentou um crescimento médio real de 2,23% enquanto países em desenvolvimento da Ásia e mercados emergentes e economias em desenvolvimento apresentara um crescimento médio de 7,06% e 5,15%, respectivamente. Obviamente existem outros fatores que influenciam no crescimento de uma economia, mas como destacado neste trabalho, a política monetária desempenha papel fundamental para esse crescimento.

Pôde-se observar também que a alta taxa de juros no Brasil é em grande parte causada pela conexão entre o mercado monetário e o de dívida pública, principalmente através das Letras Financeiras do Tesouro, conhecidas atualmente como Tesouro Selic. Isso leva a uma fragilidade nas finanças públicas, resultando em uma demanda excessiva por taxas de juros para refinarçar a dívida. A predominância de dívidas de curto prazo vinculadas à taxa Selic reflete desafios na estrutura da dívida, incluindo a cultura da indexação diária e a influência das operações compromissadas do Banco Central. A composição da dívida pública tem evoluído, mas ainda enfrenta dificuldades em se afastar do perfil de curto prazo e alto custo.

Considerando esses aspectos citados, é fundamental que o Brasil busque, além do controle da inflação, observar outros fatores relevantes para a condução da política monetária, utilizando a taxa de juros com vistas a não desestimular a produção de bens e serviços e nem o crédito para os empresários. Além disso, a geração e manutenção do emprego é fator relevante para o desenvolvimento econômico, por isso deve ser levado em consideração até que ponto os conceitos do NCM, como a taxa natural de desemprego, por exemplo, são de fato condizentes para

a atuação prática das autoridades monetárias partindo de uma perspectiva de crescimento econômico sustentável.

Mudar o regime monetário e a estrutura de funcionamento do sistema financeiro de um país não é algo fácil. No entanto, é crucial levantar discussões para que soluções possam ser desenvolvidas. A análise diligente dos desafios enfrentados pelo sistema financeiro, juntamente com um debate transparente sobre possíveis reformas, é essencial para promover a estabilidade econômica e o desenvolvimento sustentável. Ao enfrentar essas questões e buscar soluções inovadoras, pode-se construir um sistema financeiro mais resiliente e eficiente, capaz de atender às necessidades da economia e da sociedade.

7. REFERÊNCIAS

ALVES, T. G.; VERÍSSIMO, M. P. Política monetária, crise financeira e Estado: uma abordagem keynesiana. **Perspectiva econômica**, Rio Grande do Sul, v. 6, nº 1, p. 16-36 jan/jun 2010.

ARESTIS, P. *New Monetary Policy and Keynes*. **European Journal of Economics and Economic Policy: Intervention**, v. 3, n. 2, p. 245-262, 2006. Disponível em: <http://www.elgaronline.com/view/journals/ejeep/3-2/ejeep.2006.02.09.xml>. Acesso em 17 ago. 2023.

ARESTIS, P.; PAULA, L. F.; FERRARI-FILHO, F. **A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil**. **Economia e Sociedade**, São Paulo, v. 18, n. 1 (35), p. 1-30, abr. 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Mecanismos de transmissão da política monetária. Disponível em: <https://cdn-www.bcb.gov.br/controleinflacao/transmissaopoliticamonetaria>. Acesso em: 20 mai. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Histórico das metas para inflação. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicometas>. Acesso em: 26 out. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Regime de Metas para a Inflação no Brasil: com informações até março de 2014. Série Perguntas Mais Frequentes**. Brasília, 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico das Metas para a Inflação**. Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicometas>>. Acesso em 02 nov. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxas de juros básicas – Histórico**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>>. Acesso em 02 nov. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Implementing Inflation Targeting in Brazil**. Working Papers Series, Brasília, n. 1, p. 1-29, jul. 2000.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Da macroeconomia clássica à Keynesiana. São Paulo, p. 2-42, jan. 1974. Disponível em: <https://www.bresserpereira.org.br/index.php/academic-papers/7432-649>. Acesso em: 10 março 2023.

BARBOSA, F. F. **Operações Compromissadas: Teoria E Análise Do Caso Brasileiro (2000 - 2020)**. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade Federal de Uberlândia, Minas Gerais, 2022.

BRUNET, J. P. J. **Política Monetária no Brasil, 1950 - 2005: Objetivos e Procedimentos Operacionais**. 52 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Escola Brasileira de Economia e Finanças (EPGE) - FGV, Rio de Janeiro, 2006.

BUSATO, M. I. et al. **Escolas da Macroeconomia**. Conselho Regional de Economia 1ª região. 1.ed. Rio de Janeiro: Albatroz, 2015.

CAMPADELLI, L. C.; LACERDA, A. C. **Uma Crítica Pós-Keynesiana Ao Regime De Metas De Inflação (RMI) No Brasil**. São Paulo: PESQUISA & DEBATE, volume 25, número 2(46) pp. 01-22, jul-dez. 2014.

CARRARA, A. F.; CORREA, A. L. **O regime de metas de inflação no brasil: uma análise empírica do IPCA**. Rio de Janeiro: Rev. Econ. Contemp, v. 16, n. 3, p. 441-462, set-dez/2012.

CARVALHO, F. C. **A economia Keynesiana e a moeda na economia moderna**. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/323907462_A_economia_Keynesiana_e_a_moeda_na_economia_moderna. Acesso em: 29 mai. 2023.

CARVALHO, F. C. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 4, p. 323- 336, out-dez. 2005. Disponível em: < http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572005000400001>. Acesso em 06 ago. 2023.

CARVALHO, A. C.; CARVALHO, D. F. A economia monetária da produção capitalista de keynes sob a perspectiva de compreensão da história e da teoria. **História econômica & História de empresas**, Pará, vol. 21 nº 1, p. 233-274, fev. 2018.

CARVALHO, F. C. **Keynes e os Pós-Keynesianos: princípios de macroeconomia para uma economia de produção monetária**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2020.

CARVALHO, J. C.; GIAMBIACHI, F. **As Metas de Inflação: Sugestões para um Regime Permanente**. Revista de Economia Política, São Paulo, vol 22, nº 3 (87), pp 408-428, julho-setembro/2002. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/fQWnbHchTnqpDFgTWhkxjxQS/?lang=pt#>. Acesso em 4 set. 2023.

CASTELNUOVO, E; NICOLETTI-ALTIMARI, S; RODRÍGUEZ-PALENZUELA, D. Definition Of Price Stability, Range And Point Inflation Targets:**The Anchoring Of Long-Term Inflation Expectations**. European Central Bank. Working Paper, n. 273, set. 2003.

CBONDS. **Pesquisa mensal de cbonds. Países com metas de inflação: agosto de 2021 a partir de 01/10/2021**. Disponível em: < <https://investfunds.ru/analytics/271529/> >. Acesso em: 8 dez. 2023.

CNN. Controle de preços e redução de incertezas: saiba o que é meta de inflação e como ela funciona no mundo. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/o-que-e-meta-de-inflacao-e-como-ela-funciona-no-mundo/>. Acesso em 10 nov. 2023.

CNN. Brasil mantém liderança em ranking de juros reais, aponta levantamento. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/brasil-mantem-lideranca-em-ranking-de-juros-reais-aponta-levantamento/>. Acesso em 10 nov. 2023.

CORREIA, E. S. **Fundamentos, características e resultados do Regime de Metas de Inflação no Brasil e no mundo**. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Estadual Paulista "Júlio de Mesquita Filho", Faculdade de Ciências e Letras (Campus Araraquara), São Paulo, 2018.

COUTO, A. C. L. et al. O regime de metas de inflação no Brasil: características e algumas críticas aos seus principais fundamentos. **A Economia em Revista**, Maringá, vol 1 nº 2, dezembro/2010. Acesso em 25 out. 2023.

CURADO, M.; OREIRO, J. L. **Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro**. Porto Alegre, Indic. Econ. FEE, v. 33, n. 2, p. 127-146, set. 2005.

DAVIDSON, P. A. Colocando as evidências em ordem. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 17, n.2, p. 7-41, 1996.

DE DEUS, L. N. **A política monetária na perspectiva pós-keynesiana**. Dissertação (Mestrado em Economia) - Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, Minas Gerais, 2015.

DORNELAS, L. N. D.; TERRA, F. **Um percurso pela história das ideias: a moeda em Keynes**. Geosul, Florianópolis, v. 36, n. 80, p.145-169, set./dez. 2021.

DORNELAS, L. N. **Selic: o mercado brasileiro de dívida pública no Brasil**. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia e Relações Internacionais, da Universidade Federal de Uberlândia – UFU, Minas Gerais, 2019.

DORNELAS, L. N. D.; TERRA, F. H. B. **Selic: o mercado brasileiro de dívida pública**. Campinas: Alínea, 2021.

FREITAS, C. N. Banco Central Independente e coordenação das políticas macroeconômicas: lições para o Brasil. **Economia e Sociedade**, São Paulo, v. 15, n. 2 (27), p. 269-293, ago. 2006.

FRANKE, M. P. S. **Vinte anos do Regime de Metas de Inflação no Brasil (1999-2018): Uma Avaliação Crítica**. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharel em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, São Paulo, 2019.

IPEADATA. **Produto interno bruto (PIB) - formação bruta de capital fixo.** Disponível em: < <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em 07 nov. 2023.

IPEADATA. **Produto interno bruto (PIB) a preços de mercado: variação real trimestral sobre mesmo trimestre do ano anterior.** Disponível em: < <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em 07 nov. 2023.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda:** inflação e deflação. 2 ed. São Paulo: Noval Cultural, 1985.

KEYNES, J. M. A tract on monetary reform. (1923). The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. IV, London: Royal Economic Society/Macmillan, 1971a.

KEYNES, J. M. A treatise on money: the pure theory of money.(1930). The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. V, Londres: Royal Economic Society/Macmillan, 1971b.

KEYNES, J. M. The General Theory of Employment, Interest and Money. (1936). The Collected Writings of John Maynard Keynes, VII. Londres: Royal Economic Society/Macmillan, 1973a.

LIBÂNIO, G. A. Um enfoque keynesiano sobre a credibilidade da política monetária. **Revista de Economia Política**, v. 20, n. 4 (80), p. 68-82, out.-dez. 2000. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/80-5.pdf>>. Acesso em 24 jun. 2023.

LIBÂNIO, G. A. Temas de Política Monetária: Uma perspectiva pós-keynesiana. 22 p. **Texto para discussão**, n. 229. Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, mar. 2004.

MATTEI, L.; KATTIANE, M. S. S. Crises econômicas e possíveis saídas à luz das teorias keynesiana e pós-keynesiana. **Caderno de Ciências Sociais Aplicadas**. Bahia, vol. 14, n° 24, ano 14, p. 156-170, jul/dez 2017. Disponível em: <https://periodicos2.uesb.br/index.php/ccsa/article/view/3234>. Acesso em: 8 ago. 2023.

MOGGRIDGE, D. E. **As ideias de Keynes**. São Paulo: Editora Cultrix Ltda, 1976.

MONTEIRO, J. E. D. **Regime de Metas de Inflação:** Teoria e Prática. 2006. 190 p. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

MONTES, G. C. Política monetária, inflação e crescimento econômico: a influência da reputação da autoridade monetária sobre a economia. **Economia e Sociedade**, Campinas, v.18, n.2, p.237-259, ago. 2009.

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

<https://revistas.planejamento.rs.gov.br/index.php/ensaios/article/view/2164>. Acesso em 31 ago. 2023.

OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. (2011) "A Escolha de Sofia". *Jornal Valor Econômico*, 24/06/2011.

PALLEY, T. *Monetary Policy and Central Banking after the Crisis: The Implications of Rethinking Macroeconomic Theory. Macroeconomic Policy Institut Working Paper*, n. 8, jun., 2011. Disponível em: <http://www.utexas.edu/lbj/sites/default/files/file/news/Monetary%20Policy%20After%20Crisis%20-rethinking%20macroeconomic%20theory.pdf>. Acesso em 17 ago. 2023.

PAULA, L. F. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. *Economia fea-usp*. São Paulo, vol. 43, n.2, p. 363-396, abr.-jun. 2013. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ee/a/CPCSLCcyCjqdd9LKP4WkwqB/?lang=pt#>. Acesso em 9 ago. 2023.

PAULA, L. F.; SARAIVA, P. J. Novo Consenso Macroeconômico e Regime de Metas de Inflação: algumas implicações para o Brasil. *Revista Paranaense De Desenvolvimento*, Curitiba, v.36, n.128, p.19-32, jan./jun. 2015. Acesso em 25 out. 2023.

PELLEGRINI, J. A. As Operações Compromissadas do Banco Central. *Estudo Especial*, n. 3, IFI, out. 2017c.

SILVA, G. J. C.; VIANA, A. P. C.; TERRA, F. H. B. **Uma Leitura Pós-Keynesiana da Dinâmica de Preços e da Política Monetária no Brasil Pós Metas de Inflação: uma Análise por Vetores Autorregressivos**. Minas Gerais, *Revista Economia Ensaios*, 29, n. esp., p. 133-158, dezembro 2014.

SICSÚ, J. Políticas não-monetárias de controle da inflação. *Revista Análise Econômica*, Rio Grande do Sul, v. 21, n.1, p. 121-142, 2003.

SICSÚ, J. A negação da ineficácia da política monetária: a alternativa de Keynes e dos pós-keynesianos. *Análise Econômica*, v. 15, n. 28, p. 80-107, set. 1997a. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/negacaoineficacia.pdf>. Acesso em 24 jun. 2023.

SICSÚ, J. Keynes e os Novos Keynesianos. *Revista de Economia Política*, vol. 19, no 2 (74), abril-junho de 1999.

TERRA, F. H. B. **A política monetária em Keynes**. 1 vídeo (37 min). Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=oM4ku9Lk-M0&t=527s> Acesso em 12 mai. 2023.

TERRA, F. H. B. **Economia monetária: teorias monetárias - teoria Novo-Clássica.** 1 vídeo (48:21 min). Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=0ITx6Ui_ZaM&t=2434s. Acesso em 21 set. 2023.

TERRA, F. H. B. **O Brasil no Plano Real: 1994 a 1999.** 1 vídeo (56:19 min). Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=CQ4qN8qO-jQ&list=PLR6oLxuHjSryZ3wVm_K73QE98GZwIBsAe&index=13. Acesso em 04 out. 2023

THE WORLD BANK. **World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files.** Disponível em: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/BRA/ADVEC/OEMDC/DA. Acesso em 8 nov. 2023

WAPSHOTT, N. **Keynes x Hayek: as origens – e a herança - do maior duelo econômico da história.** Rio de Janeiro: Record, 2016.