

---

# ANÁLISE DOS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MACROECONÔMICA SOB O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO PARA AS ECONOMIAS DO BRASIL E EUA

Danielle da Silva Viana\*  
Douglas Alcantara Alencar\*\*  
Fernando Henrique Taques Correia\*\*\*

**RESUMO:** Esse artigo apresenta, em um contexto de crise financeira como ocorreu em 2007 no Brasil e nos Estados Unidos, uma busca por um instrumento que garantisse a condução da política econômica e que sustentasse a estabilidade financeira e de preços. Além disso, observou-se a partir das teorias novo-clássica, novo-keynesiano e pós-keynesiano a demonstração da concepção de cada uma em relação ao regime de metas. Com um método de pesquisa alicerçado na fundamentação teórica, o presente trabalho está baseado na leitura de textos e revisão bibliográfica que tratam do regime de metas de inflação. Os resultados encontrados são o surgimento dos seguintes instrumentos macroeconômicos: nos Estados Unidos, o *Quantitative Easing* (QE) e no Brasil, a meta de inflação passa a ser de médio prazo, e não ano calendário como antes da crise.

**Palavras-chaves:** Regime de Metas de Inflação; Instrumentos macroeconômicos; Crise financeira.

## 1. INTRODUÇÃO

A promessa do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), no qual o principal instrumento de política macroeconômica é o Regime de Metas de Inflação (RMI), assegurava baixas taxas de inflação e seria a condição necessária para o crescimento econômico. Contudo, após a crise de 2007, o Regime de Metas de Inflação tem sido questionado, tanto pelos seus aspectos teóricos quanto empíricos (PAULA & SARAIVA, 2015; PIMENTEL *et al*, 2014). Em um contexto de crise financeira, como ocorreu no Brasil e nos Estados Unidos (EUA), observou-se uma busca por um instrumento que garantisse a condução da política econômica e que sustentasse a estabilidade financeira e de preços. No entanto, o impacto pretendido não foi alcançado e a crise financeira impôs a revisão de hipóteses e proposições de política econômica, principalmente no que se refere ao NCM.

Diante disso, destaca-se a importância da realização de análise dos instrumentos de política macroeconômica, sob o regime de metas de inflação para as economias do Brasil e dos EUA.

Em 2007, a economia dos EUA foi fortemente abalada pela pior crise financeira no mercado imobiliário, cuja inter-relação com os outros mercados gerou uma crise sistêmica com dimensões equivalentes às da crise de 1929, também conhecida como a Grande Depressão. Consequentemente, a economia brasileira também foi afetada, uma vez que o Brasil presenciou uma grande redução nas exportações para os EUA. As relações entre o Brasil e os EUA, apresentam diferentes particularidades sejam em aspectos populacionais, de infraestrutura e, principalmente, econômicos, todavia os efeitos da crise foram compartilhados por ambos.

Em contraste com esse cenário de crise que abalou a economia dos países em questão, havia uma busca pelo estabelecimento de uma taxa de inflação diminuta e estável, a qual seria a condição que remete ao crescimento de longo prazo. Para isso, a política macroeconômica deveria possuir uma excelente governança e uma boa coordenação política econômica de forma a promover soluções para as economias ameaçadas pela alta inflação e acréscimo ou decréscimo de algumas variáveis

---

\* Doutorando-Universidade Mackenzie.

\*\* Professor Adjunto-UFPA

\*\*\* Doutorando-Universidade Mackenzie

macroeconômicas, bem como, alcançar o objetivo proposto pelo NCM, o qual se refere a uma política ampla de combate à inflação e consequentemente à estabilidade de preços.

Nesse contexto, estabeleceu-se a seguinte questão de investigação como centro deste trabalho: Após a crise financeira internacional iniciada em 2007, quais foram os novos elementos teóricos e de política macroeconômica utilizados sob o Regime de Metas de Inflação?

De acordo com a determinação temática até aqui exposta, o objetivo geral deste artigo é identificar se após a crise financeira iniciada em 2007, novos elementos teóricos e de política macroeconômica foram utilizados sob o Regime de Metas de Inflação. Ademais, essa pesquisa será conduzida por outros objetivos específicos, como: Diferenciar o RMI na visão Novo-Clássica, Novo-Keynesiana e a abordagem Pós-Keynesiana, a fim de relacionar a teoria à construção do objetivo geral do RMI que é a estabilidade de preços; observar o NCM.

Do ponto de vista metodológico, a fundamentação teórica da presente pesquisa está baseada na leitura de textos e revisão bibliográfica que tratam do regime de metas de inflação, por meio da qual propiciará observar os fatos e as variáveis macroeconômicas em um contexto de instabilidade, alta inflação e fenômenos correlacionados.

Dado isso, o presente artigo será composto de seis seções. Onde a primeira seção é a introdução e a sexta seção são as referências. Já a segunda seção refere-se à análise e às diferenças do RMI na visão do Novo-Clássica, Novo-Keynesiana e Pós-Keynesiana. Além disso, na terceira é observado o que se entende por Novo Consenso Macroeconômico, em particular no que se refere ao Regime de Metas de Inflação. A quarta seção refere-se à apresentação dos novos instrumentos de política macroeconômica que surgiram após a crise de 2007, os quais se identificaram como uma alternativa para impulsionar a economia. Por fim, na quinta seção serão expostas as considerações finais deste trabalho.

## **2. A INFLUÊNCIA DO REGIME DE METAS NA VISÃO NOVO-CLÁSSICA, NOVO-KEYNESIANA E PÓS-KEYNESIANA**

A adversidade inflacionária não só abalou o cenário econômico e social como também trouxe preocupações para economistas conhecidos como Novo-Clássico, Novo-Keynesiano e Pós-Keynesiano. Entre as principais diferenças das escolas de pensamento, destacam-se: o papel da moeda na economia; a coordenação das políticas macroeconômicas e a origem da inflação.

A escola novo-clássica surge durante a década de 1970, com uma estrutura metodológica baseada no princípio de *Market clearing* e um novo mecanismo denominado de expectativas racionais. Havia o pressuposto de que existiria somente o desemprego voluntário e friccional, o que não se comprovou empiricamente conforme Pimentel *et al* (2014).

Nesse contexto, primeiramente, será discutido o axioma de expectativas racionais, o qual sugere que haveria uma ligação entre os preços esperados e os preços efetivos e, dessa forma, o indivíduo sendo racional maximizaria suas práticas financeiras via escolha intertemporal. É importante notar que as expectativas racionais contrariam os alicerces das expectativas adaptativas, em que o indivíduo forma suas expectativas atuais com base na sua memória de um período passado (LOPES & ALENCAR, 2012).

Segundo Sicsú (1999, p. 84), a escola novo-clássica tinha como bases: “i) os agentes maximizam suas funções utilidade e lucro e formam expectativas racionais; e ii) os mercados se auto-equilibram automaticamente via preços que, logicamente, são plenamente flexíveis”.

Nesse arcabouço, o agente econômico deve ser racional na formulação de suas expectativas no que diz respeito ao seu bem estar, tanto no presente quanto no futuro. Isso não quer dizer que esse

agente econômico não erra, pois ele pode ter perdas aleatórias no mercado, uma vez que suas expectativas não geram de forma constante uma previsão perfeita. Se o mercado se depara com uma grande oferta de moeda, a ação desse agente frente ao mercado será reajustar suas expectativas de preços, de forma a elevá-los. A política monetária expansionista é perceptível a partir das expectativas racionais desse agente, no qual as variáveis nominais – níveis de preços – são influenciadas, em contrapartida as variáveis reais – produto e emprego – são menos perceptíveis.

A segunda base da teoria novo-clássica diz: “os mercados se auto-equilibram automaticamente via preços que são plenamente flexíveis” (SICSÚ, 1999, p. 84). Para esta, o argumento centraliza-se na base teórica de flexibilização de preços, no qual os mesmos agem como variáveis de ajuste nos mecanismos de oferta ou demanda. Uma das bases para que a meta estabelecida seja alcançada, é o desempenho do papel do Banco Central aliado aos instrumentos de política monetária, os quais se apresentam como peças-chaves para a economia.

Dado que o regime de metas de inflação é considerado um desdobramento do modelo de independência do Banco Central, Modenesi (2005) destaca os seguintes pressupostos: i) o anúncio de uma meta de médio prazo para a inflação; ii) o compromisso institucional com os agentes econômicos da cumplicidade com a meta estabilidade para a inflação e iii) a definição desta como foco da política monetária.

É indiscutível a posição dos autores citados em relação à teoria novo-clássica. Uma vez que essa teoria defende a autonomia do Banco Central e não apóia a intervenção do Governo, com o temor de que com a sua presença possa ocasionar uma política monetária discricionária ao invés de uma política alicerçada em regras claras e predeterminadas. Mas, será que não há um grau de incoerência nisso? A resposta é positiva, uma vez que a autonomia do Banco Central não resolve os impasses de gerenciamento em níveis macroeconômicos de um país, pois a credibilidade não elimina totalmente o risco do viés inflacionário. Diante disso, se faz necessário a intervenção do governo não somente com a política monetária, mas com a política fiscal, a cambial e a salarial para atingir objetivos múltiplos e não apenas a estabilidade de preços.

A escola novo-keynesiana busca resgatar o respeito disperso dos modelos da síntese neoclássica (neo-keynesiana), e, diante disso, se comprometer na busca de estruturas microeconômicas que justificassem a rigidez de preços e salários, a qual é apontada como causa básica para as falhas do mercado mesmo frente a agentes maximizadores e racionais (BARRO, 1992 *apud* AMORIM, 2002, p. 42).

Para Mankiw (1993 *apud* SICSÚ, 1999, p. 85), a escola novo-Keynesiana anuncia que “a microeconomia walrasiana é inadequada a análise macroeconômica de curto prazo, isto é, a macro-keynesiana, que é definida por essa nova corrente como o campo de estudos que considera como pontos centrais a existência de desemprego persistente e de flutuações econômicas”.

Os autores acima têm posicionamentos opostos, em relação à utilização de bases microeconômicas para justificar flutuações macroeconômicas. De um lado, Barro (1992) defende que deveria haver uma busca de fundamentos microeconômicos capazes de explicar a rigidez de preços e salários. Em contrapartida, Mankiw (1993) expõe que a microeconomia walrasiana teoriza sobre um cenário em que prevalece uma perfeita competição, na qual os agentes se posicionam em relação a preços e salários como resposta a desequilíbrios no mercado de bens e de trabalho. No entanto, tal teoria se torna inadequada como instrumento de curto prazo, em que há o pressuposto de que os preços e salários são rígidos.

O regime de metas de inflação é estruturado teoricamente sob a base novo-Keynesiana em que é criado o choque da política monetária sobre o lado real da economia em curto prazo. Além disso, o

fundamento da teoria novo-keynesiana consiste em explorar as imperfeições do mercado, principalmente sob a análise de breves períodos, não apenas a rigidez de preços e salários, mesmo frente a agentes racionais e maximizadores.

Por conseguinte, os novos-Keynesianos se utilizam do raciocínio de que se existe rigidez de preços e trabalho, caso haja mudança no PIB nominal isso refletirá nas modificações das variáveis reais, mais precisamente na produção. Em síntese, esse raciocínio busca justificar o papel do Estado para controlar tais mudanças (AMORIM, 2002).

Desse modo, a rigidez é esclarecida por meio de dois microfundamentos chamados “custos de menu” e “salário eficiência”. Onde o primeiro, discute possíveis disparidades no mercado de bens, e o último no mercado de trabalho. De acordo com Mankiw (1990, p. 1657), “o custo de menu é um rigoroso microfundamento para explicar por que uma queda na demanda induz uma firma a cortar a produção em lugar de simplesmente reduzir os preços”. Tal conceito explica por que seria lucrativamente compensador reduzir quantidades de produção, mantendo os preços e não o contrário, como fariam os novos-clássicos.

Já o salário eficiência é destacado por Sicsú (1999), como: “uma remuneração na economia que impossibilita a diminuição do salário real e a eliminação do excesso de oferta de trabalhadores”. O que o autor tenta esclarecer, na verdade, é que as empresas, mesmo estando diante do cenário de alto desemprego, não reduziram os salários reais de seus empregados como forma de sustentar a produtividade e a eficiência dos trabalhadores. Logo, quanto mais elevado fosse o efeito-produtividade, menor seria o incentivo da firma para eliminar salários de eficiência e, dessa forma, seriam dissipadas as forças da competição em meio à massa trabalhadora. Isto posto, a teoria demonstra uma relação positiva entre os salários reais e a produtividade dos trabalhadores.

Em suma, tem-se que a rigidez de preços pode ser encontrada não apenas no custo de menu como também no salário eficiência. E isso reforça a ideia de que a estabilidade de preços pode ser alcançada a partir dessa base teórica de rigidez, uma vez que a busca do regime de metas de inflação está pautada nesse raciocínio dos novos-keynesianos de rigidez, no entanto, é importante estar ciente quanto às incertezas em relação ao futuro.

A escola pós-keynesiana tem como principal pensamento a não neutralidade da moeda em longo prazo. Dessa forma a política monetária agiria não somente no lado das variáveis nominais (preços e salários) como no caso da escola novo-clássica. Ao contrário, a política monetária pós-keynesiana estava diante de uma política monetária que teria impactos sobre as variáveis nominais e as variáveis reais. Em relação às variáveis nominais, a política monetária propunha alcançar a estabilidade. Já em relação às variáveis reais, o foco era a criação de mais empregos e a elevação do produto.

Segundo Mollo (2004), a escola pós-keynesiana surgiu não somente com a intenção de reafirmar o arcabouço de não neutralidade de moeda, como também de mostrar o papel da moeda, cujo reflexo pode afetar tanto no ritmo como na forma da acumulação de riqueza. E a moeda, como esse ativo de maior liquidez, se torna um elemento crucial por parte dos agentes na existência de incerteza, levando-os a adotar comportamentos defensivos, tal como a preferência pela liquidez.

Os pós-keynesianos argumentam que as ações tomadas pelas autoridades monetárias estão baseadas na utilização da liquidez disponível, como por exemplo, aumentar a confiança dos empresários através da diminuição da taxa de juros, que podem conduzir ao aumento de investimentos e à queda da taxa de desemprego (SICSÚ, 1997).

Para os pós-keynesianos as ações do governo devem ocorrer em várias frentes no que se refere à política econômica. Diferente das outras linhas de pensamento, estes defendem o controle das políticas macroeconômicas, entre as quais podemos citar a política monetária e a política fiscal. O

relacionamento entre as políticas monetária e fiscal tem como suporte a não neutralidade da moeda. Isso se torna essencial para que exista uma sincronização em relação às variáveis nominais e reais. Não deixando de lado a importância quanto à política direcionada à elevação da demanda agregada, uma vez que a intenção é que haja novos investimentos por parte dos empresários. E a demanda agregada associada aos novos investimentos se tornam os pilares para aumentos de níveis de emprego e da utilização da capacidade produtiva, já que uma boa política econômica é aquela que tem princípios intimamente relacionados aos estímulos para o investimento em ativos de capital, e consequentemente focada nos lucros e no aumento de demanda de empregos.

Em relação ao regime de metas de inflação, a postura dos pós-keynesianos se diferenciou bastante em relação àquela adotada pelos ortodoxos. A ideia dos pós-Keynesianos é de que o regime de metas de inflação não pode utilizar-se da política monetária em seu contexto. Uma vez que, no regime de metas de inflação, observa-se uma postura adversa por parte dos pós-keynesianos, pois, segundo esses, o regime de metas de inflação está baseado em dois pressupostos: i) a neutralidade da moeda e ii) a inflação é um episódio monetário. Para os pós-keynesianos, tais pressupostos ferem a não neutralidade de moeda, uma vez que essa influência nas decisões dos agentes permite a opção por demandar mais moedas e não o seu inverso. Além disso, para esses deveria haver a proposta de uma política econômica mais ampla, ou seja, uma política que incorporasse elementos que buscassem agregar a estabilidade de preços a uma multiplicidade de objetivos, entre os quais o crescimento econômico.

Os pós-keynesianos consideram a independência do Banco Central como algo “negativo” para a sociedade, uma vez que o mesmo concentra na política monetária um largo poderio em detrimento das demais políticas. E esse poder se torna prejudicial à medida que o Banco Central tem o direito de decidir em relação à taxa de juros, de forma que tenha mais estabilidade de preços do que crescimento econômico. Por isso, reforçam a ideia de que o Banco Central deveria se relacionar com outras instituições do governo de forma a contribuir para resultados positivos quanto ao regime de metas de inflação. Além disso, existe a postura contrária dos pós-keynesianos em relação ao regime de metas que é um caso particular de incompatibilidades.

Ainda, os Keynesianos (Novos e Pós) consideram que o regime de metas de inflação não apresenta muitas virtudes. Para os pós-keynesianos, o regime de metas de inflação está baseado na neutralidade da moeda e na ideia de que a inflação decorre do excesso de demanda agregada, direcionando para a noção de que a demanda agregada é maior que o produto de equilíbrio determinado pelo lado da oferta. Então, a intervenção do Estado seria positiva, já que para esses o mercado não tem capacidade para levar a economia a um nível “ótimo”. Para os novos-keynesianos, por sua vez, os preços e salários são rígidos, por isso discordam da eficiência do mercado. Em síntese, para os Novos e pós – keynesianos não faz sentido um Banco Central independente, são necessárias as ações do governo em diversas frentes.

### 3. O NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO

O NCM surgiu a partir de uma linha de pensamento, a qual, a priori, foi designada de Nova Síntese Neoclássica, uma vez que existiu uma tentativa de introdução das ideias amplamente aceitas no campo do pensamento macroeconômico da estrutura teórica clássica/neoclássica, como fundamento da teoria *mainstream*. Conforme Arestis e Sawyer (2006 *apud* SQUEFF et al, 2009, p.2), “O novo consenso macroeconômico estabelece que uma taxa de inflação baixa e estável é condição *sine qua non* para o crescimento de longo prazo”. Além disso, conforme Fontana e Palacio-Vera (2007 *apud* SQUEFF, 2009, p. 2), não há um *trade-off* entre a inflação e o desemprego em longo prazo.

Mishkin (2011 *apud* Paula e Saraiva, 2015, p. 22) sintetiza os princípios do NCM em:

1) A inflação é sempre e em todo lugar um fenômeno monetário; 2) a estabilidade de preços tem importantes benefícios; 3) não existe nenhum *trade-off* de longo prazo entre desemprego e inflação; 4) expectativas desempenham um papel crucial na determinação da inflação e na transmissão da política monetária para a macroeconomia; 5) taxa real de juros precisa aumentar com maior inflação, i.e., o Princípio de Taylor; 6) política monetária está sujeita ao problema de inconsistência temporal; 7) banco central independente ajuda a aprimorar a eficiência da política monetária; 8) compromisso com uma âncora nominal forte é central para produzir bons resultados de política monetária; 9) fricções financeiras desempenham um papel importante nos ciclos de negócio.

Em síntese, através desses princípios, o referido autor mostra que, ainda que haja divergências, não há dúvidas de que a política monetária torna-se o principal instrumento da política econômica. O NCM refere-se, então, ao regime de metas de inflação como o melhor arranjo em termos de estrutura institucional para conduzir a política econômica, já que tem como princípios norteadores assegurar e preservar baixas taxas de inflação e diminuir as flutuações do produto. O regime de metas de inflação permitiria uma “discricionariedade limitada” por parte do Banco Central, pois o mesmo deve se posicionar em meio às recessões não programadas no cenário econômico. Dessa forma, as taxas de juros sofreriam variações, principalmente aquelas de curto prazo, para que as mesmas influenciassem na diminuição das flutuações do produto em torno da propensão de longo prazo.

Portanto, o regime de metas de inflação diminui a livre atuação da autoridade monetária, de forma a gerar surpresas inflacionárias que buscam explorar o *trade-off* entre a inflação e o desemprego em curto prazo, e delimita a política monetária a centralizar-se na estabilidade de preços (PAULA & SARAIVA, 2015).

#### **4. DESEMPENHO ECONÔMICO DA ECONOMIA BRASILEIRA E AMERICANA: UMA ANÁLISE**

##### **4.1 O QUANTITATIVE EASING**

Em um cenário de instabilidade da economia americana, principalmente no mercado de hipotecas, o Fed (*Federal Reserve System*) promoveu o corte das taxas de juros em níveis menores. E isso se cumpriu no final de 2008, período em que a taxa de juros estava em (-0,29%) e o ambiente marcado pela alta do desemprego e da recessão. Diante disso, o Fed lançou um programa de compra de ativos em larga escala – *Large Scale Asset Purchase Programs* (LSAP), denominado de *Quantitative Easing*. Esse pode ser considerado como o responsável pelas modificações no balanço de pagamentos do Banco Central e a partir dessa perspectiva houve três QEs lançados pelo Fed.

No final de 2008, o Fed lançou o LSAP (*Quantitative Easing I - QE I*), no qual o objetivo foi incentivar o mercado hipotecário e diminuir as taxas de juros de longo prazo dos empréstimos do setor imobiliário. Em novembro desse mesmo ano foi criado o *Government Sponsored Entities Purchase Program* (GSEPP), por meio do qual o Fed comunicou a compra de US\$ 175 bilhões em títulos de dívidas de agências e, a partir de janeiro de 2009, a aquisição de um total de US\$ 1,25 trilhões de MBS. Tais compras de títulos e de dívidas foram planejadas e encerradas em agosto de 2010, de acordo com CECIONI et al. (2012 apud SARAIVA et al, 2016). Diante disso, podemos observar um “plano estratégico” do Fed, onde as compras de títulos e MBS eram interrompidas quando a economia americana mostrava sinais de recuperação e retomadas quando a mesma estava em um estado decrescente na economia.

O Fed não deixou os mercados de créditos de lado, ao contrário houve um cuidado em relação aos mesmos e, diante disso, foi lançado o *Purchases of Long-Term Treasuries*, que resultou na compra de US\$ 300 bilhões em títulos de longo prazo do Tesouro norte-americano em 2009. As operações de

*open market* do Banco Central americano forneceram a compra objetiva de títulos de agência e do Tesouro, trazendo como desdobramento uma relativa expansão do Fed, que avançou de US\$ 900 bilhões em títulos detidos em setembro de 2007 para US\$ 2 trilhões em novembro de 2010. (SARAIVA et al, 2016, p.15).

Em novembro de 2010 foi lançado o *Quantitative Easing II* - QE II), que buscou apoiar a recuperação da atividade econômica por meio de estímulos aos gastos das famílias e empresas, e representou uma nova rodada de compras de títulos de longo prazo do Tesouro americano, no montante de US\$ 600 bilhões, conforme apontado por Cecioni et al. (2012 apud SARAIVA et al, 2016).

De acordo com as particularidades presentes nos expostos acima, pode-se concluir que as principais diferenças entre o QI e QII estão relacionadas à compra de ativos. No QII, houve somente a compra de títulos de longo prazo do Tesouro americano. Já no QI, houve a compra de MBS, títulos de dívidas de agências e títulos de longo prazo do Tesouro americano.

Segundo Mishkin e Bernanke (2012 apud SARAIVA et al, 2016, p. 15):

No dia 13 de setembro de 2012, foi lançado o “Quantitative Easing III” (QE III), alcançando inicialmente a aquisição de cerca de US\$ 40 bilhões de *agency mortgage backed securities* (MBS) por mês. Ademais, a partir de janeiro de 2013, com a finalização do MEP, o Fed inicia a compra mensal de US\$ 45 bilhões de títulos de longo prazo do Tesouro.

As compras de títulos públicos e MBS alcançaram níveis menores em relação às compras pelo Fed, a partir da observação de que as mesmas estariam promovendo choques nos ativos totais e no balanço de pagamento do Banco Central americano. É importante salientar que o “*Quantitative Easing III*” também foi denominado de “*Quantitative – Infinity*”, uma vez que não houve um término previamente estabelecido. Ademais, uma das desvantagens do QE refere-se ao posicionamento do Banco Central, que ao aumentar a oferta de dinheiro com uma exagerada rapidez se vê diante de uma elevação de inflação. Além disso, pode ocorrer a depreciação no valor da moeda do país de origem.

#### 4.2 FLEXIBILIZAÇÃO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

A deflagração da crise de 2008 suscitou o debate de “novos instrumentos” de política monetária. Surgiu uma “substituição” de um tripé macroeconômico (superávit primário, câmbio flutuante e metas de inflação), criado em 1999, no governo do presidente Fernando Henrique Cardoso e que foi bem-sucedido em relação ao cumprimento dos objetivos propostos para esse. No entanto, buscava-se uma nova alternativa, uma vez que o tripé não possuía diretrizes macroeconômicas para garantir o objetivo de crescimento da economia brasileira. Diante disso, a flexibilização do regime de metas de inflação, cuja principal característica está baseada na associação entre juros baixos, câmbio competitivo e política fiscal “benévola” ao investimento público, foi considerada uma alternativa apropriada. Ou seja, a flexibilização do regime de metas de inflação, deveria possuir um plano estratégico que traria como resultado a elevação do investimento, com a finalidade de permitir o alavanque do crescimento da economia brasileira.

Ademais, Oreiro (2014) mostra que um dos planos estratégicos da flexibilização do regime de metas de inflação deve ser a elevação de investimentos, esses se comportarão como percussores do crescimento da economia. É importante destacar que o investimento, seja de caráter privado ou público, espera retornos que estão diretamente alinhados na combinação de câmbio e juros, ou seja, se estes se comportam positivamente (câmbio desvalorizado e juros baixos) o retorno do investimento será benéfico.

Com a crise de 2008-2009, novas medidas macroprudenciais de controle de crédito, para conter a inflação, foram implementadas. As medidas macroprudenciais foram utilizadas para minimizar os efeitos da taxa de câmbio, derivados pela elevada diferença entre a taxa de juros interna e externa, levando em consideração a elevada liquidez global.

Comparando algumas atas das reuniões do Copom de 2009, 2013 e 2017 verifica-se que em 2013 o Copom preocupou-se com uma meta de inflação de médio prazo, já nas atas de 2009 e pós 2014 o Copom passou a focar apenas na meta de inflação. Segundo o BCB (2009), os membros do Copom na 140ª reunião (parágrafo 26), apresentaram o foco da meta de inflação direcionada para o curto prazo:

[...] o Comitê inicia um processo de flexibilização da política monetária realizando de imediato parte relevante do movimento da taxa básica de juros, sem prejuízo para o cumprimento da meta para a inflação.

Segundo o BCB (2013), a análise dos membros do Copom na 179ª reunião (parágrafo 18), apresentou o foco da meta de inflação direcionada para o longo prazo:

O Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. [...] Embora reconheça que outras ações de política macroeconômica podem influenciar a trajetória dos preços, o Copom reafirma sua visão de que cabe especificamente à política monetária manter-se especialmente vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.

Ademais, o BCB (2017, p.5) a partir da análise dos membros do Copom na 205ª reunião (parágrafo 25), afirma:

Considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu, por unanimidade, pela redução da taxa básica de juros para 12,25% a.a., sem viés. O Comitê entende que a convergência da inflação para a meta de 4,5% no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui os anos-calendário de 2017 e, com peso gradualmente crescente, de 2018, é compatível com o processo de flexibilização monetária.

A partir dos enunciados advindos das reuniões dos membros do Copom no Banco Central do Brasil, observa-se que a perspectiva em relação à meta de inflação é totalmente transformada. Em 2013, é notória uma meta de inflação baseada em uma periodicidade de longo prazo. Conforme observado durante a pesquisa, a meta de inflação de 4,5% vem sendo mantida desde o ano de 2005. No entanto, em 2009 e 2017, conforme analisado pelos membros do Copom, respectivamente, na 140ª e 205ª reunião, a perspectiva foi transacionada para uma meta de inflação direcionada para o curto prazo, mais precisamente para o ano-calendário. E essa ideia de uma meta de inflação, com um foco para o curto prazo, pode ser uma nova alternativa para que a trajetória de crescimento e estabilidade seja alcançada. No entanto, considera-se relevante a análise de outros membros do Copom, no qual defenderam que a flexibilização ocorre quando se amplia o período de convergência e não com sua redução.

Segundo Squeff, Oreiro e Paula (2009), a ideia de flexibilização monetária pode ser uma forma a apoiar a ideia de longo prazo em relação à centralização da inflação à meta, uma vez que para ele essa concepção traz menos custos em relação ao crescimento do produto e do emprego. Enquanto a de curto prazo traria o efeito contrário e seria necessária uma complementação de um *feedback* rápido em relação à taxa de juros.

Portanto, conclui-se que as novas medidas macroeconômicas no âmbito de metas de inflação, embora tenham buscado alternativas para atender às expectativas de crescimento, taxa de juros e taxa nominal de câmbio, não obtiveram êxito, ainda que, em alguns momentos, tenham apresentado índices de crescimento que logo se tornaram inferiores quando comparados a períodos anteriores. A ideia de flexibilização monetária, pode ser uma resposta em relação às altas taxas de inflação, apesar de haver a visão de que não há um grau de flexibilidade quando o cumprimento da meta estiver para um ano (ano - calendário). Talvez essa possa ser a alternativa, já que há muitos anos vem se utilizando uma meta de 4,5% a.a e que mostrou resultados insatisfatórios em relação à estabilidade de preços, baixas taxas de juros e crescimento econômico.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo teve por objetivo identificar se, após a crise financeira iniciada em 2007, novos instrumentos de política macroeconômica foram utilizados sob o Regime de Metas de Inflação. O ponto de partida foi a construção de um referencial teórico, onde foi apresentada a visão Novo-Clássica, Novo-Keynesiana e a abordagem Pós-Keynesiana, e suas relações com o regime de metas de inflação.

De fato, é perceptível que cada escola de pensamento possui uma postura e uma visão em relação ao cenário macroeconômico guiado pela política monetária, por meio da qual, a inter-relação com o regime de metas de inflação tornou-se objeto de análise e, assim, cada um, com a sua particularidade, pode contribuir para o alcance de uma estabilidade de preços e do crescimento econômico. Isso não é simples, é claro, mas as diferenças podem se tornar os pilares do alicerce que é o regime de metas de inflação.

Em relação ao NCM, pode-se pontuar que apesar de esse ter passado pela revisão dos economistas do *mainstream*, a partir da crise de 2007-2008 e alguns ajustes terem sido realizados, ainda mantem-se a visão de que o principal objetivo da política econômica deve ser a manutenção e estabilidade de baixas taxas de inflação, além da redução das flutuações do produto em torno de sua tendência de longo prazo, reafirmando o regime de metas de inflação.

Como resposta à problemática apresentada neste artigo, tem-se a criação do Quantitative Easing nos Estados Unidos e a flexibilização do regime de meta de inflação no Brasil. Conforme Saraiva et al (2016), a proposta do Banco Central americano (Fed), ao criar esse novo instrumento, tinha como objetivo incentivar o mercado hipotecário e diminuir as taxas de juros de longo prazo dos empréstimos do setor imobiliário de forma a alcançar o principal alvo do regime de metas de inflação (estabilidade de preços). Tal postura se torna vantajosa se a postura do Banco Central for administrada e coerente em relação à oferta de moeda, para que não haja uma excessiva política monetária expansionista, o que pode acarretar em altos níveis de inflação.

Com o surgimento da flexibilização do regime de metas de inflação é notória uma atenção em relação ao corte das taxas de juros a níveis mínimos, de modo a promover o crescimento econômico e não somente a estabilidade. Um detalhe importante em relação à inflação foi a análise das atas do Copom, que mostram uma transição do foco de uma meta de inflação de longo prazo para uma meta de inflação baseada no ano calendário.

Logo, pode-se inferir que a política monetária brasileira e americana são marcadas por grandes desafios econômicos, e que, de certo modo, se tornam em um conjunto de variáveis com desafios econômicos-sociais, já que busca-se não somente a estabilidade de preços, como igualmente o crescimento da economia desses países.

**ABSTRACT:** This article presents, in a context of financial crisis as occurred in 2007 in Brazil and the United States, a search for an instrument that would guarantee the conduct of the economic policy and that would support the financial and price stability. In addition, it was observed from the new-classical, New-Keynesian and Post-Keynesian theories the demonstration of the conception of each one in relation to the regime of goals. With a research method based on the theoretical basis, the present work is based on the reading of texts and bibliographical revision that deal with the regime of inflation targets. The results are the emergence of the following macroeconomic instruments: in the United States, the Quantitative Easing (EQ) and in Brazil, the inflation target becomes the medium term rather than the calendar year as before the crisis.

**Keywords:** Inflation Target Regime; Macroeconomic instruments; Financial crisis.

## REFERÊNCIAS

- AGUIAR, Fernando Amaral de. **O Regime de Metas de Inflação:** uma análise do caso brasileiro. 2015. Disponível em: <[http://bdm.unb.br/bitstream/10483/10759/1/2015\\_FernandoAmaraldeAguiar.pdf](http://bdm.unb.br/bitstream/10483/10759/1/2015_FernandoAmaraldeAguiar.pdf)>. Acesso em: 25 fevereiro.2017.
- AMORIM, Ricardo Luiz Chagas. Macroeconomia neoclássica contemporânea: novos-keynesianos e novos-clássicos. **Ensaio FEE**, vol. 23, n° 1, p. 29-56, 2002.
- ARESTIS, Philip; PAULA, Luiz Fernando; FERRARI-FILHO, Fernando. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia e Sociedade**, v. 18, n. 1 (35), p. 1-30, 2009.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **179ª Reunião**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?copom179>>. Acesso em: 12 março. 2017.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **FAQ - Banco Central do Brasil**. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/bc\\_atende/port/faqBancoCentral.asp](http://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/faqBancoCentral.asp)>. Acesso em: 04 julho.2016.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas da 104ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?copom140>>. Acesso em 14 março. 2017.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas da 205ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htmls/copom/not20170222205.pdf>>. Acesso em: 12 março. 2017.
- BERNANKE, B. S.; MISHKIN, F. S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? **Journal of Economic Perspectives**. Volume 11, No 2, 1997. Disponível em: <<http://web.uconn.edu/ahking/BernankeMishkin97.pdf>>. Acesso em: 12 março.2017.
- BLINDER, Alan S. Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies (Digest Summary). **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, v. 92, n. 6, p. 465-479, 2010. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.185.3495&rep=rep1&type=pdf>>. Acesso em: 12 março.2017
- CURADO, Marcelo Luiz & OREIRO, José Luis. Metas de inflação: uma avaliação do caso brasileiro. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 33, n. 2, p. 127-146, 2005.
- LOPES, Rodolfo de Oliveira & ALENCAR, Douglas Alcântara. Curva de Phillips: os casos de Brasil e EUA, de 1999-08. **Revista de Economia**, v. 38, n. 3, 2012.
- MANKIW, Nicholas Gregory. **A quick refresher course in macroeconomics**. Journal of Economic Literature, vl. XXVIII, 1990.
- MODENESI, A. de M. **Regimes Monetários: teoria e experiência do real**. Barueri: Manole, 2005.
- MOLLO, M L R. Ortodoxia e heterodoxia monetárias: a questão da neutralidade da moeda. **Revista de Economia Política**. V. 24, n. 3, 2004.
- NEVES, L. André. **Uma análise Pós-Keynesiana do regime de metas de inflação sobre a distribuição de renda e o crescimento econômico**. Disponível em: <<http://joseluisoreiro.com.br/site/link/f83b98af6af026045a5b56d669c91a1aebd16fee.pdf>>. Acesso em: 04 julho. 2016.

OREIRO, J. L. **A armadilha juro-câmbio**: a continuidade do desequilíbrio macroeconômico brasileiro. 2014. Disponível em: <<http://joseluisoreiro.com.br/site/link/4f6b8ff288a9e7e5ed0538539b4c593e962ad30d.pdf>>. Acesso em: 08 março. 2017.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. A questão da autonomia do banco central: uma visão alternativa. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 32, n. 1, p. 253-264, 2004.

\_\_\_\_\_. **Regime de Metas Revisitado**. p.1-2, 2014. Disponível em: <<http://www.luizfernando.depaula.com.br/ups/regime-de-metas-revisitado.pdf>>. Acesso em: 06 julho. 2016.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de & SARAIVA, Paulo José. Novo Consenso Macroeconômico e Regime de Metas de Inflação: algumas implicações para o Brasil. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, v. 36, n. 128, p. 19-32, 2015.

PIMENTEL, Adrieli Silva; TAQUES, Fernando Henrique; ALENCAR, Douglas Alcântara; MONTEIRO, Marcelo Balloti. A crise financeira internacional e seus efeitos em diferentes regimes de metas de inflação: uma análise para as economias do Brasil e Uruguai. **Revista Economia Ensaios**, v. 29, n. 1, 2014.

SARAIVA, Paulo José; PAULA, Luiz Fernando de; MODENESI, André de Melo. **A Crise Financeira Americana e as Políticas Monetárias Não-Convencionais**. 2016. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ecos/v26n1/1982-3533-ecos-26-01-00001.pdf>>. Acesso em: 06 agosto. 2016.

SICSÚ, João. Keynes e os Novos-Keynesianos. **Revista de Economia Política**, v. 19, n. 2 (74), p. 84-102, 1999.

\_\_\_\_\_. A negação da ineficácia da política monetária: a alternativa de Keynes e pós-keynesianos. **Análise Econômica**, Ano 15, n. 28, p. 80-107, 1997.

SQUEFF, Gabriel C.; OREIRO, José Luís; PAULA, LF de. **Flexibilização do regime de metas de inflação em países emergentes**: uma abordagem pós-keynesiana. Política monetária, bancos centrais e metas de inflação: teoria e experiência brasileira. Rio de Janeiro: FGV, 2009.

*Data da submissão: 11 Dezembro 2017.*

*Data do aceite: 19 Julho 2018.*