



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE
E GESTÃO DE POLÍTICAS PÚBLICAS - FACE
PROGRAMA DE PÓS GRADUÇÃO EM ECONOMIA

RAMIRO JOSE COHEN KICHIK

Análise do debate do uso de regras *versus* discricionariedade da política monetária e sobre o papel do Banco Central: Experiências do Brasil e da Argentina no período 1990-2018

Brasília
2023

Análise do debate do uso de regras *versus* discricionariedade da política monetária e sobre o papel do Banco Central: Experiências do Brasil e da Argentina no período 1990-2018

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília, como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Economia. Área de concentração: Gestão Econômica de Finanças Públicas

Orientador: Prof. Dr. Mauro Boianovsky

Brasília
2023

RAMIRO JOSE COHEN KICHIK

Análise do debate do uso de regras *versus* discricionarietà da política monetária e sobre o papel do Banco Central: Experiências do Brasil e da Argentina no período 1990-2018

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília, como parte dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Economia. Área de concentração: Gestão Econômica de Finanças Públicas

Brasília, 7 de julho de 2023.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Mauro Boianovsky
Professor Orientador – UnB Examinador Interno

Prof. Dr. Tomas Rodriguez Martinez
Departamento de Economia – UnB Examinador Interno

Prof. Dr. José Angelo Divino
Departamento de Economia – UCB Examinador Externo à Instituição

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço a minha família que sempre me apoio de forma incondicional. Logo, agradeço a minha namorada, Cristiane Torres Costa, pelo contínuo incentivo e ajuda constante. Por último, quero agradecer ao Professor Doutor Mauro Boianovsky, por aceitar ser meu orientador e pela excelente predisposição.

RESUMO

O debate sobre a melhor maneira de conduzir a política monetária é de grande relevância na América Latina, onde as altas taxas de inflação têm sido um problema recorrente em diversos países. Este artigo tem como objetivo compreender as principais visões dessa discussão, com ênfase no papel que o Banco Central tem que cumprir de acordo com diferentes correntes de pensamento econômico. Inicialmente, será feita uma breve revisão acerca das origens e dos principais pontos do debate regras *versus* discricionariedade na condução da política monetária, destacando as principais diferenças entre a ortodoxia e a heterodoxia. Posteriormente, será analisado o papel que desempenham as autoridades monetárias na construção da credibilidade da política monetária, dando ênfase aos regimes de taxa de câmbio fixa e cláusulas de escape, ao conceito de independência do Banco Central, ao regime de metas de inflação e à importância da transparência e da comunicação eficaz. Por fim, realizar-se-á uma análise do desempenho da Argentina e do Brasil em relação às diferentes políticas monetárias adotadas no período de 1990 a 2018. Esse estudo permitirá avaliar como as escolhas de política monetária impactaram o controle da inflação e os resultados econômicos desses países ao longo do tempo. Com isso, busca-se contribuir para uma compreensão mais aprofundada do debate sobre política monetária na América Latina, fornecendo *insights* sobre as melhores práticas e as lições aprendidas com as experiências passadas.

Palavras-chave: Política Monetária; Banco Central; Regras; Discricionariedade, Inflação; Credibilidade; Argentina; Brasil

ABSTRACT

The debate on the best way to conduct monetary policy is of great relevance in Latin America, where high inflation rates have been a recurring problem in several countries. This article aims to understand the main views of this debate, with an emphasis on the role that the Central Bank must fulfill according to different economic schools of thought. Initially, we will provide a brief review of the origins and key points of the rules versus discretion debate in monetary policy, highlighting the main differences between orthodoxy and heterodoxy schools. Furthermore, we will analyze the role played by monetary authorities in building credibility, discussing fixed exchange rate regimes and escape clauses, as well as the concept of Central Bank independence, inflation targeting regimes, and the importance of transparency and effective communication. Finally, we will analyze the performance of Argentina and Brazil in relation to the different monetary policies adopted between 1990 and 2018. This study will allow us to evaluate how monetary policy choices have impacted inflation control and the economic outcomes of these countries over time. In doing so, we aim to contribute to a deeper understanding of the monetary policy debate in Latin America, providing insights on best practices and lessons learned from past experiences.

Keywords: Monetary Policy; Central Bank; Rules; Discretion; Inflation; Credibility; Argentina; Brazil.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Metas de inflação e taxa de inflação efetiva	48
Tabela 2 – Metas de inflação, taxa de inflação (IPCA), Selic, Dívida Pública Líquida e Taxa de de crescimento anual para o período de 1999 a 2018	62

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	DEBATE REGRAS VERSUS DISCRICIONARIEDADE NA POLÍTICA MONETÁRIA.....	10
2.1	Origens e fundamentos teóricos do debate	10
2.2	Uma breve revisão do debate ao longo dos últimos anos	12
2.3	Regras de taxa de juros.....	16
3	CREDIBILIDADE DA AUTORIDADE MONETÁRIA.....	18
3.1	Regimes de taxa de câmbio fixa e as cláusulas de escape	20
3.2	Bancos Centrais Independentes	23
3.2.1	Contexto e prioridades.....	23
3.2.2	Uma discussão interessante	24
3.2.3	Evidências empíricas	28
3.3	Metas de Inflação	31
3.3.1	Origem e principais características	31
3.3.2	Expectativas.....	33
3.4	Estabilidade Financeira: política monetária e macroprudencial	35
4	EXPERIÊNCIA ARGENTINA.....	39
4.1	Política monetária desde 1990 até o final do Plano de Conversibilidade.....	39
4.2	Argentina Após a caída do Plano de Conversibilidade.....	43
4.3	Regime de Metas de Inflação: 2016-2018	46
5	EXPERIÊNCIA BRASILEIRA.....	52
5.1	Período 1990 a 1992	52
5.2	Plano Real: 1993 – 1999.....	53
5.3	Metas de inflação	58
6	CONCLUSÃO.....	65
	BIBLIOGRAFIA	67

1 INTRODUÇÃO

Mesmo existindo uma abundante quantidade de dados estatísticos e econométricos, não é segredo que os economistas ainda divergem sobre muitas questões. A divergência se dá, entre outras coisas, sobre política, premissas, previsão e teoria econômica.

Em relação à política monetária, os economistas geralmente têm opiniões diferentes acerca do atual estado da economia, quais os objetivos principais e quais os instrumentos são os mais apropriados para cumpri-los, bem como sobre a eficácia das políticas dos Bancos Centrais em controlar a inflação e promover o crescimento econômico. No seu artigo *A Metodologia da Economia Positiva*, Milton Friedman (1966) argumenta que as diferenças de valores não explicam a maior parte das divergências entre os economistas e sim as diferenças em julgamentos científicos, afirmando que “a diferença de opinião entre economistas é em grande parte fundamentada em uma diferença implícita ou explícita nas previsões sobre a eficácia de um determinado meio particular em promover o fim desejado e não diferenças de valores” (FRIEDMAN, 1966, p. 5). Nesse sentido, vemos uma concordância importante com o pensamento do economista austro-americano Fritz Machlup (1965), o qual afirmou que os economistas geralmente concordam acerca dos fundamentos teóricos, sendo que a maioria das divergências é apenas de caráter aparente.

Nas últimas décadas, um dos grandes debates da teoria econômica entre keynesianos e monetaristas focou principalmente no grau em que a política monetária foi capaz de afetar a atividade econômica. O debate é particularmente relevante no caso de países em desenvolvimento, dado que essa região possui um histórico significativo de instabilidade monetária e fiscal, com os Bancos Centrais tradicionalmente carecendo de independência, o que resultava em objetivos da política monetária, sem dúvida, confusos. Visões diferentes sobre este tópico levaram a diferentes teorias sobre a forma na qual os Bancos Centrais devem conduzir a política monetária.

Nesse sentido, o debate regras *versus* discricionariedade é uma questão fundamental na área de política monetária. Enquanto alguns economistas acreditam que as políticas monetárias devem seguir certas regras específicas, outros discordam e argumentam que a discricionariedade ao momento da tomada de decisões é a melhor alternativa possível.

Em uma estrutura baseada em regras, a política monetária deve aderir a um plano pré-estabelecido, o que limita as ações dos formuladores de políticas. Os partidários da utilização de regras argumentam que as mesmas fornecem segurança e transparência, permitindo que os agentes econômicos planejem e tomem suas decisões tendo um alto grau de previsibilidade. Por

outro lado, em uma estrutura discricionária, os formuladores de políticas têm ampla margem de ação para projetar a melhor resposta para as circunstâncias específicas da economia. Os partidários deste último grupo argumentam que as regras estritas podem ser muito rígidas e, desta forma, impedir a tomada de medidas adequadas por parte dos formuladores de políticas.

Este debate sobre a forma ideal de conduzir a política monetária é particularmente relevante na América Latina, onde altas taxas de inflação têm sido um problema recorrente em alguns países. As causas desse fenômeno têm gerado disputas internas significativas entre economistas que pertencem a diferentes escolas de pensamento econômico. De fato, tanto Brasil quanto Argentina experimentaram episódios de hiperinflação, a qual, segundo a definição dada por Philip Cagan (1956), é um episódio que se produz quando é superado 50% (cinquenta por cento) de inflação mensal. No Brasil, essa condição foi vivenciada brevemente entre 1989 e 1990, além do mês de julho de 1994. Por outro lado, na Argentina, a situação ocorreu de abril a setembro de 1989, durante a presidência de Raul Alfonsín, e por um curto período no início dos anos 90, durante a presidência de Carlos Menem.

Este artigo visa compreender as características específicas da política monetária do Brasil e da Argentina durante o período 1990-2018. A principal motivação deste trabalho é fornecer uma explicação plausível para as elevadas taxas de inflação historicamente observadas nesses países e destacar o papel que a autoridade monetária desempenhou durante o período analisado.

Para esclarecer essa questão, o trabalho será dividido em várias seções. Inicialmente, será feita uma breve revisão das origens e dos principais pontos do debate entre regras e discricionabilidade na condução da política monetária, destacando as principais diferenças entre a ortodoxia e a heterodoxia nesse contexto. Posteriormente, analisar-se-á o papel desempenhado pelas autoridades monetárias na construção da credibilidade da política monetária, com ênfase nos regimes de taxa de câmbio fixa e cláusulas de escape, no conceito de independência do Banco Central, no regime de metas de inflação (RMI) e na importância da transparência e da comunicação eficaz para a implementação exitosa deste último. Por fim, será realizada uma análise do desempenho da Argentina e do Brasil em relação às diferentes políticas monetárias adotadas no período de 1990 a 2018.

2 DEBATE REGRAS VERSUS DISCRICIONARIEDADE NA POLÍTICA MONETÁRIA

2.1 Origens e fundamentos teóricos do debate

O debate acerca da utilização de abordagens baseadas em regras em contraposição à discricionariedade na política monetária é de extrema importância na teoria e na prática da política monetária contemporânea. Esse debate tem sido objeto de intensa discussão desde a década de 70, quando surgiram avanços teóricos no campo do Monetarismo e da Escola dos Novos Clássicos. Essas abordagens, em contraposição às ideias keynesianas de discricionariedade, levantam questões fundamentais acerca da eficácia, da transparência e dos efeitos de longo prazo das políticas monetárias. O cerne do debate reside na busca pelo equilíbrio entre a necessidade de diretrizes claras e previsíveis para a condução da política monetária e a flexibilidade requerida para lidar com perturbações exógenas.

Os precedentes desse debate remontam desde muito antes do mencionado período. Adam Smith, em sua clássica obra *A Riqueza das Nações*, publicada em 1776, já abordava a importância de um "papel-moeda bem regulamentado" para o desenvolvimento econômico e a estabilidade das economias (TAYLOR e WILLIAMS, 2010).

Por sua vez, Knut Wicksell, em seu livro *Interest and Prices: A Study of the Causes Regulating the Value of Money*, publicado em 1898, em consonância com as ideias posteriormente propostas por Taylor, sustentava que a política monetária desempenha um papel fundamental na gestão da estabilidade econômica por meio de uma regra de taxas de juros. A regra wickselliana estabelece que as taxas de juros devem ser ajustadas de acordo com os movimentos dos preços, de modo que, quando ocorrer uma elevação nos preços, a taxa de juros deve ser aumentada e quando ocorrer uma queda nos preços, a taxa de juros deve ser reduzida. A taxa de juros será mantida em seu novo nível até que um novo movimento nos preços exija uma alteração adicional em uma direção ou outra (WICKSELL, 1898).

A ideia da necessidade de regras monetárias originou-se na Escola de Chicago na década de 30, com os trabalhos dos renomados economistas americanos Henry Calvert Simons e Milton Friedman. Segundo Hoover (2003), o interesse dessa escola pelo uso de regras é explicado pela sua racionalidade libertária, que preconiza que o governo não deve manipular o comportamento das pessoas. Além disso, essa abordagem considera a curva de Phillips, argumentando que as expectativas são formadas com maior precisão quando a política monetária é facilmente compreendida. Por fim, a adoção de regras também é uma expressão de desconfiança em relação aos modelos econométricos, uma vez que os efeitos das ações monetárias na economia

são complexos, demorados e difíceis de serem adequadamente modelados. Tentar explorar esses efeitos muitas vezes resulta em consequências indesejadas.

Embora Simons e Friedman sejam afiliados à Escola de Chicago, suas propostas de regras monetárias diferem substancialmente. O primeiro a discutir explicitamente a necessidade de uma regra monetária foi Simons, que lecionou na Universidade de Chicago de 1927 até seu falecimento em 1946. Em seu artigo intitulado *Rules versus Authorities In Monetary Policy*¹, publicado em fevereiro de 1936, durante a Grande Depressão, no *The Journal of Political Economy*, argumentou que as políticas discricionárias aumentavam a incerteza e defendeu o estabelecimento de regras, comparáveis a leis, para "evitar uma situação em que cada empreendimento comercial se torne em grande parte uma especulação sobre o futuro da política monetária" (SIMONS, 1936, p. 3). Ele propôs uma regra que visava alcançar a estabilidade do nível de preços a curto prazo². Em sua proposta, as variações na quantidade de dinheiro serviriam como uma variável intermediária com o objetivo de manter um índice de preços de *commodities* estável. Essas variações na quantidade de dinheiro seriam realizadas por meio de ajustes na postura fiscal do governo federal, onde déficits fiscais seriam utilizados para aumentar a quantidade de dinheiro e superávits fiscais seriam utilizados para reduzi-la.

Em 1946, Friedman ingressou como professor na Universidade de Chicago, onde começou a lecionar a teoria dos preços, disciplina que anteriormente era ministrada por Viner. Dois anos depois, a convite de Arthur Burns, então chefe do *National Bureau of Economic Research (NBER)*, iniciou sua colaboração com Anna Schwartz³, com o objetivo de estudar o comportamento cíclico do dinheiro. A partir do final da década de 1950, em sua obra *A program for monetary stability*, emergiu como uma figura proeminente na ortodoxia monetária, defendendo a necessidade de uma regra que controlasse a taxa de crescimento da quantidade de dinheiro. No entanto, sua perspectiva diferia da visão de Simons, que propunha uma regra de preços (FRIEDMAN, 1965) aponta:

Cheguei à conclusão de que só existe uma alternativa: adotar algum tipo de regra que oriente nossos administradores monetários, sejam eles do Sistema da Reserva Federal ou qualquer pessoa responsável pelo controle do estoque de dinheiro. Muitos economistas têm defendido a ideia de que o sistema seja instruído a manter um nível de preços estável. No entanto, pessoalmente, não concordo com essa abordagem. (FRIEDMAN 1965, p. 15 e 16).

¹*Rules versus Authorities* é um conceito que se refere à escolha entre implementar regras fixas ou confiar na discricionariedade das autoridades ao tomar decisões de política econômica.

² Anteriormente, em seu artigo de 1933 intitulado "*Banking and Currency Reform*", Simons havia proposto uma regra na qual a quantidade de dinheiro seria mantida constante. No entanto, em 1936, ele abandonou essa proposta em favor de uma regra baseada no nível de preços.

³ Em sua correspondência inicial com Schwartz em 1948, Friedman estimou que seu projeto de pesquisa sobre "*A Monetary History of the United States*" seria concluído em três anos (HAMMOND 1996). No entanto, Friedman e Schwartz publicaram os resultados de seu trabalho apenas 15 anos depois.

O âmago da questão residia na imposição de regras monetárias aos Bancos Centrais, a fim de evitar variações bruscas na quantidade de dinheiro, que poderiam resultar em inflação ou deflação. Nesse sentido, Friedman propôs sua regra “dos k por cento”, com o objetivo de assegurar a estabilidade de preços e a estabilização da economia, ao seguinte argumento: "Portanto, sou compelido a sugerir, como regra, uma taxa de crescimento constante no estoque de moeda: que o sistema da Reserva Federal seja orientado a manter o estoque de moeda crescendo a uma taxa fixa" (FRIEDMAN, 1965, p. 16).

A diferença entre as regras propostas por ambos os autores é de extrema importância. Embora tenham fundamentado suas regras monetárias na estrutura da teoria quantitativa da moeda (TQM), suas abordagens são divergentes. O motivo subjacente a essa discrepância tem sido objeto de discussão na literatura econômica e ainda não foi totalmente resolvido até os dias atuais. No ensaio de 1967, intitulado *The Monetary Theory and Policy of Henry Simons*, Friedman conjectura que no momento em que Simons formulou sua regra de nível de preços, dispunha-se de um conjunto de informações mais limitado em comparação com o disponível quando publicou seu livro *Monetary History* (1963), com a colaboração de Schwartz.

De forma mais específica, Friedman (1967) concluiu que a principal divergência entre seus argumentos reside no papel desempenhado pela Reserva Federal em períodos de crise, em particular, durante a crise de 1930. Enquanto ele acreditava que a política monetária restritiva adotada pela Reserva Federal a partir de 1928 tenha contribuído para a eclosão da Grande Depressão, Simons, por sua vez, escreveu sua regra monetária com a equivocada impressão de que a instituição havia feito tudo o que podia para evitá-la, mas que foi efetivamente impotente para impedir a redução da oferta monetária que ocorreu no final da década de 1920 e início da década de 1930, devido a uma maciça liquidação de empréstimos pelos bancos e ao aumento na demanda por moeda por parte dos agentes econômicos privados.

Dessa forma, Friedman (1967) apresentou o seguinte argumento:

Se Simons conhecesse os fatos como nós conhecemos, ele teria, creio eu, sido confirmado em sua persuasão anterior quanto aos méritos da regra de uma quantidade fixa de dinheiro (FRIEDMAN 1967, p. 66).

2.2 Uma breve revisão do debate ao longo dos últimos anos

Com o tempo, os Bancos Centrais têm evoluído em termos de seu papel na economia e de sua estrutura institucional, o que tem permitido melhorar sua capacidade de combater efetivamente a inflação por meio de suas decisões de política monetária. Conforme enfatizado pelo ex-presidente da Reserva Federal, Ben Bernanke, em seu discurso intitulado *Inflation*

Expectations and Inflation Forecasting, proferido em 16 de maio de 2007 durante a conferência anual de políticas em Washington, promovida pela *National Association for Business Economics* em Arlington, Virgínia, "os Bancos Centrais aprenderam que possuem um controle maior sobre a inflação do que inicialmente imaginavam".

No entanto, é importante ressaltar que controlar a inflação nem sempre é uma tarefa fácil, e não há consenso em relação à direção da política monetária e ao papel específico a ser desempenhado pelos Bancos Centrais. Essas divergências podem ser atribuídas a diferenças na teoria econômica, prioridades políticas ou até mesmo opiniões pessoais.

Desde uma perspectiva acadêmica, existem divergências entre as diversas escolas de pensamento em relação ao impacto da política monetária nas variáveis macroeconômicas. Enquanto a ortodoxia econômica enxerga as estruturas socioeconômicas como flexíveis e considera a inflação como resultado de políticas monetárias e fiscais excessivamente expansionistas, a heterodoxia sustenta que essas estruturas são rígidas e inflexíveis. Como resultado dessas diferenças, as abordagens para combater a inflação também divergem. Os economistas do primeiro grupo defendem o uso da política monetária como uma ferramenta poderosa para controlar a inflação e estabilizar a economia. Nesse sentido, em geral, são favoráveis à adoção de regras monetárias e à independência dos Bancos Centrais. Por outro lado, os economistas do segundo grupo são favoráveis à intervenção do governo com ampla discricionariedade e acreditam que o papel das autoridades monetárias não deve se limitar a alcançar a estabilidade de preços.

No contexto da política monetária, uma regra é uma restrição à discricionariedade da autoridade monetária. Taylor (2000) define o conceito de regra⁴ como um plano de contingência que especifica, de maneira clara e precisa, as circunstâncias nas quais um Banco Central deve modificar seus instrumentos de política monetária.

Os defensores do uso de regras argumentam que, para evitar erros nas tomadas de decisão das autoridades monetárias, estas devem aderir a diretrizes específicas sobre como reagir a desenvolvimentos econômicos observáveis no futuro. Essas diretrizes devem funcionar de maneira eficiente, independentemente da pessoa responsável por sua execução. Em outras palavras, uma regra conhecida publicamente esclarece os objetivos do Banco Central e demonstra como ele utilizará suas metas de política para alcançá-los, proporcionando previsibilidade. Além disso, acredita-se que essas regras proporcionariam credibilidade à

⁴ As regras podem ser fundamentadas em diversas variáveis econômicas, tais como taxa de inflação, produção ou taxa de câmbio, e são concebidas para alcançar objetivos econômicos específicos, como a manutenção de uma baixa inflação ou o estabelecimento de um crescimento econômico estável.

política monetária e evitariam problemas como a inconsistência temporal⁵ (KYDLAND e PRESCOTT, 1977; CALVO, 1978; BARRO e GORDON, 1983), contribuindo assim para fortalecer um equilíbrio com baixa inflação e maior bem-estar social.

Por sua vez, os defensores da discricionariedade argumentam contra a adoção de regras formais na política monetária. Eles acreditam que os formuladores de políticas devem ter flexibilidade para agir de acordo com seu próprio julgamento, ajustando suas ações em resposta às mudanças nas condições econômicas. Isso permite uma resposta mais rápida frente a perturbações exógenas. A justificativa para a discricionariedade é que a economia está em constante mudança e, portanto, a política monetária também deve se adaptar a essas mudanças. Nesse sentido, Doysey (2008) argumenta que a discricionariedade monetária confere ao formulador de política monetária uma vantagem em relação ao uso de regras, uma vez que possibilita uma resposta mais ágil diante de choques e a capacidade de estabilizar a economia. As regras, por outro lado, são estabelecidas em um momento anterior e, portanto, com um conjunto de informações menor do que a autoridade monetária possui no momento em que toma decisões específicas.

É importante compreender por que o conflito entre o uso de regras e a discricionariedade na política monetária não pode ser facilmente resolvido por meio de evidências científicas e testes de hipóteses. A resposta mais adequada para essa questão é que a política monetária envolve uma interação complexa de variáveis e fatores que não seguem uma relação linear, tornando difícil identificar uma abordagem única e universalmente eficaz. Além disso, as preferências e objetivos dos economistas de diferentes escolas de pensamento levam a interpretações divergentes das evidências. Essas diferenças refletem-se em crenças distintas sobre o papel do Banco Central na economia, que derivam da concepção específica de moeda e do papel desejado do Estado na economia.

Rolleberg Mollo (2004) argumenta, em linhas gerais, que a ortodoxia econômica caracteriza-se pela aceitação da Lei de Say e da Teoria Quantitativa da Moeda, o que implica que a moeda é neutra⁶ e, portanto, o papel da autoridade monetária seria garantir a estabilidade

⁵ A inconsistência temporal ocorre quando uma decisão ou ação é considerada ótima em um determinado momento, mas pode não ser adequada em períodos futuros. No contexto da política monetária, essa inconsistência surge quando as autoridades monetárias são tentadas a desviar-se de suas metas de longo prazo, conforme anunciadas publicamente, buscando objetivos de curto prazo, como estimular a economia ou obter ganhos políticos imediatos. Essa mudança de direção pode comprometer a credibilidade e eficácia da política monetária, uma vez que o mercado antecipará essas ações e esperará uma inflação maior do que a meta estabelecida pela política. Isso gera incerteza nos agentes econômicos e prejudica a confiança no sistema monetário, dificultando o controle da inflação e o alcance dos objetivos de estabilidade econômica.

⁶ O termo "neutro" foi inicialmente introduzido por Wicksell (1898) para descrever a situação em que a taxa de juros de mercado é igual à taxa natural. Como mencionado por Patinkin (1989), a "neutralidade da moeda" é uma expressão que resume a proposição fundamental da teoria quantitativa de que variações na quantidade de dinheiro

de preços por meio do uso de regras monetárias. Por outro lado, os economistas heterodoxos rejeitam a Lei de Say e negam a Teoria Quantitativa da Moeda, de modo que para eles a moeda não é neutra e, portanto, o papel da autoridade monetária é utilizar a discricionariedade para atuar como prestamista de última instância.

Antes de encerrar esta seção, há vários pontos que merecem destaque. O primeiro está relacionado à necessidade dos Bancos Centrais de utilizarem suas políticas monetárias para lidar com choques econômicos imprevistos. Nesse contexto, uma regra estrita parece não ser uma solução viável. O segundo ponto refere-se ao fato de que as regras estritas, mesmo que estejam institucionalizadas, podem ser inconsistentes em termos dinâmicos e eventualmente ser abandonadas, o que não parece ser uma abordagem ideal para conduzir a política monetária. Por fim, o debate tem evoluído ao longo do tempo e não se trata mais apenas de estabelecer uma regra estrita que limite totalmente a liberdade da autoridade monetária ou lhe conceda total liberdade de ação. Agora reconhece-se a importância de utilizar as próprias regras como um guia para a condução da política monetária, ao mesmo tempo em que se reconhece a necessidade de algum grau de discricionariedade para lidar com perturbações exógenas.

Conforme destacado por Blinder (1999), há um amplo consenso de que as decisões devem ser tomadas considerando o contexto de otimização intertemporal. Isso significa que a decisão presente deve ser vista como o primeiro passo de uma sequência de decisões interligadas, em vez de ser considerada isoladamente. Nesse sentido, sustenta o autor que a função objetivo de um Banco Central moderno se baseia em minimizar uma função de perdas, que é formulada como uma média ponderada do quadrado dos desvios esperados do produto e da inflação em relação às suas metas respectivas.

Na próxima seção, será examinada, de forma minuciosa, o conceito de credibilidade da autoridade monetária e sua estreita relação com a inflação. É essencial destacar que existem diversas estratégias que esta pode adotar para conquistar credibilidade. No entanto, é importante ter em mente que os regimes que buscam aumentá-la em grande medida podem perder a flexibilidade necessária em momentos de crise econômica. A relevância dessa análise é ampliada ao considerar sua relação com a história econômica tanto da Argentina quanto do Brasil, bem como sua conexão com o debate sobre regras *versus* discricionariedade no âmbito monetário.

em circulação afetam principalmente os níveis de preços em uma economia, mas têm pouco impacto sobre as variáveis reais, como o produto real e o emprego.

2.3 Regras de taxa de juros

A regra de Taylor foi desenvolvida em 1993 pelo economista e acadêmico americano da Universidade de Stanford, John Taylor. Trata-se de uma regra de política monetária que prescreve como os Bancos Centrais devem ajustar sua política de taxa de juros de forma sistemática em resposta ao comportamento da inflação e da atividade macroeconômica (ORPHANIDES, 2008). Enquanto a regra de Friedman tem como objetivo o crescimento constante da quantidade de dinheiro na economia, controlando a oferta monetária, a regra de Taylor é uma regra de taxa de juros que visa auxiliar os Bancos Centrais a tomarem decisões mais consistentes e transparentes em relação à política monetária.

Para tanto, a mencionada regra vincula de forma mecânica o nível da taxa de juros nominal a desvios da inflação em relação à sua meta e do produto em relação ao seu potencial. Desvios positivos (negativos) das duas variáveis em relação ao seu nível-alvo ou potencial estariam associados a um aperto (afrouxamento) da política monetária. Além disso, a abordagem de Taylor é conhecida como um modelo *backward-looking* (olhar para o passado), pois utiliza séries temporais passadas para a definição das variáveis, levando em consideração o comportamento passado da inflação e da atividade econômica antes de definir suas ações no presente.

A partir do trabalho de Taylor (1993) foram realizados numerosos estudos, tanto teóricos como empíricos, para detalhar a relação sugerida. Dentre esses trabalhos, destaca-se o modelo de estrutura nekeynesiana realizado por Clarida, Galí e Gertler (1998), no qual as famílias e empresas são otimizadoras, e os mercados de bens têm competição monopolística. Nesse modelo, cada uma das empresas escolhe seu preço nominal para maximizar benefícios, sujeitos a restrições na frequência de ajustes de preços no futuro. Nesse contexto, a política monetária, ao influenciar a oferta de moeda e as taxas de juros, pode ter efeitos reais no curto prazo, principalmente por meio de seu impacto sobre o consumo e o investimento.

Os autores destacam a importância das expectativas ao argumentar que a política monetária é mais efetiva quando leva em conta as expectativas de inflação e ajusta as taxas de juros de acordo com tais expectativas. Eles apontam que a falta de resposta adequada a essas expectativas contribuiu para a alta inflação experimentada na economia americana durante a década de 1970. Dessa forma, a autoridade monetária só poderá manipular de maneira crível as expectativas dos agentes por meio de um compromisso expresso, usando regras explícitas de política monetária, as quais devem ser comunicadas de forma transparente. Essas regras devem definir claramente como o Banco Central irá ajustar a taxa de juros e outras medidas de política em resposta a mudanças na inflação e na atividade econômica. A transparência na comunicação

das regras de política monetária é essencial para que os agentes econômicos tenham confiança na capacidade do Banco Central em manter a estabilidade de preços, o que contribui para melhorar a previsibilidade e a eficácia da política monetária (CLARIDA, GALÍ e GERTLER; 1998).

Ben Bernanke, em seu discurso, explanou a importância das expectativas de inflação e seu impacto na economia. Segundo ele, as expectativas de inflação têm um papel fundamental na determinação da inflação real e, conseqüentemente, na habilidade do Banco Central em alcançar a estabilidade de preços. O que os agentes econômicos esperam que aconteça com os preços no futuro pode influenciar suas decisões econômicas no presente, afetando a inflação atual por meio do ajuste de salários, preços e da estrutura a termo das taxas de juros e dos preços dos ativos. Além disso, a eficácia das ações e comunicações do Banco Central também exerce influência nas expectativas de inflação dos agentes econômicos, e a abordagem de comunicação clara e comprometimento com regras explícitas na política monetária, conhecida como *forward guidance*, contribui para aumentar a eficácia das ações do Banco Central em alcançar suas metas de estabilidade econômica (BERNANKE, 2007 e 2022).

Diante do exposto, fica claro que a autoridade monetária terá maior probabilidade de obter sucesso em alcançar um nível de inflação baixa e estável se conseguir ancorar as expectativas de inflação dos agentes econômicos a longo prazo, próximas ao seu objetivo inflacionário anunciado pelo *policymaker* (CLARIDA, GALÍ e GERTLER; 1998). Portanto, se os agentes econômicos acreditarem que a autoridade monetária está comprometida em manter a inflação sob controle e próxima a uma meta estabelecida, tenderão a ajustar seus comportamentos de acordo com essa expectativa. Por outro lado, expectativas de inflação mais elevadas podem impulsionar a inflação hoje, exigindo taxas de juros mais altas e reduzindo a produção para estabilizar os preços. No pior cenário, as expectativas de inflação podem se tornar "desancoradas", uma situação perigosa onde apenas ações corretivas mais agressivas e dolorosas podem realinhar a inflação e as expectativas (CLARIDA, GALÍ e GERTLER; 1998).

3 CREDIBILIDADE DA AUTORIDADE MONETÁRIA

A credibilidade e reputação das instituições são componentes essenciais de sua força e influenciam diretamente sua capacidade de desempenhar suas funções de maneira eficaz. Instituições fortes e sólidas desempenham um papel fundamental na promoção do desenvolvimento econômico dos países. Isso é especialmente relevante no caso das instituições monetárias, as quais têm a responsabilidade de garantir a estabilidade macroeconômica.

A palavra "credibilidade" tem origem no latim *credibilitas*, que deriva do verbo *credere*, cujo significado é "acreditar" ou "confiar", e originou o substantivo *credibilitas*, que se refere à qualidade ou condição de ser digno de confiança ou de ser considerado confiável.

Nos últimos anos, o debate sobre "regras *versus* discricionarieidade" tem sido utilizado como um marco teórico para o desenvolvimento de estudos sobre a reputação e a credibilidade das autoridades monetárias. No meio acadêmico, assim como entre as autoridades dos Bancos Centrais, o conceito de "credibilidade" tem ganhado destaque crescente como uma qualidade fundamental que tais instituições devem possuir (WOODFORD, 2003).

Krugman (2014) ressalta que a credibilidade do Banco Central é essencial para influenciar o comportamento dos agentes responsáveis pela determinação dos preços e salários. Segundo ele, quando esses agentes acreditam que o Banco Central está firmemente comprometido com a estabilidade de preços, eles tendem a agir com moderação, o que contribui para a estabilidade macroeconômica. Além disso, Aguir (2018) enfatiza o papel das expectativas como um canal relevante de transmissão monetária. Assim, a falta de credibilidade pode dificultar a consecução de objetivos específicos, uma vez que as expectativas são formadas em um contexto de desconfiança. Portanto, é possível concluir que "a credibilidade do Banco Central desempenha um papel crucial na formação e direcionamento das expectativas dos agentes econômicos". (AGUIR, 2018, p. 94).

Argumenta-se que um Banco Central que possua credibilidade e seja capaz de comunicar efetivamente essa qualidade aos agentes privados terá como consequência uma política monetária previsível e eficaz. Para que isso ocorra, é necessário que as ações e decisões da autoridade monetária sejam compreensíveis e que os motivos por trás de sua implementação sejam claros. Embora não haja uma definição uniforme do conceito, a credibilidade refere-se à convicção do público de que as ações futuras de política monetária, consideradas ótimas no presente, serão implementadas, mesmo que possam não parecer ótimas no futuro (PASTÉN e REIS, 2021). Em outras palavras, o público confia e acredita que o Banco Central cumprirá seus compromissos e continuará buscando políticas monetárias ótimas, mesmo diante de mudanças nas circunstâncias ou nas condições econômicas.

No âmbito acadêmico, várias definições de credibilidade têm sido propostas e merecem destaque. Cukierman e Meltzer (1986) definem a credibilidade da política monetária como a “diferença absoluta entre os planos anunciados pelo formulador de políticas e as crenças do público quanto ao sucesso da implementação desses planos”. Quanto menor for essa diferença, maior será a credibilidade da política monetária planejada. Em outras palavras, quando as expectativas do público estão alinhadas com os planos anunciados pelo formulador de políticas, a credibilidade é alta, o que contribui para uma melhor eficácia da política monetária. Blinder (1999) identifica três elementos fundamentais para o conceito de credibilidade: uma aversão significativa à inflação, incentivos alinhados e compromisso prévio. De acordo com o autor, um Banco Central é considerado crível quando as pessoas acreditam que ele cumprirá suas promessas. Essa confiança é estabelecida por meio de um histórico consistente de ações passadas em que o Banco Central demonstrou o cumprimento de suas obrigações.

A ideia central pode ser resumida nas palavras do renomado escritor norte-americano Mark Twain: “A credibilidade é forjada por meio de ações consistentes, não de palavras vazias”. Nesse contexto, uma política monetária que apresenta inconsistência temporal não será considerada crível pelos agentes econômicos, pois eles percebem que as decisões de política monetária podem ser facilmente alteradas ou revertidas. Isso gera expectativas instáveis e incertezas, prejudicando a confiança no Banco Central, o que compromete a eficácia das medidas por ele adotadas. Quando as decisões são sujeitas a mudanças frequentes, as ações do Banco Central podem ser vistas como menos confiáveis para alcançar os objetivos desejados, como o controle da inflação ou a estabilização econômica. Por sua vez, Blackburn e Christensen (1989) definem a credibilidade como "o grau em que as crenças sobre o curso atual e futuro da política econômica são consistentes com o programa originalmente anunciado pelo tomador de decisões políticas" (BLACKBURN e CHRISTENSEN, 1989, p. 2)

Para analisar a relação entre instituições e incentivos na política monetária, será utilizado como referência o artigo de Persson e Tabellini (1999), no qual são explorados três ramos inter-relacionados. O primeiro é a discussão sobre regimes de taxa de câmbio fixa e cláusulas de escape. O segundo ramo é a discussão sobre a nomeação de um banqueiro central conservador. Por fim, o terceiro ramo é a discussão sobre o regime de metas de inflação (RMI). Aprofundar a compreensão desses conceitos é útil para entender os desafios passados enfrentados pela Argentina e pelo Brasil, bem como nos orientará na direção em que devemos avançar no futuro em relação às políticas macroeconômicas. Além disso, será tratado um quarto ramo referente à estabilidade financeira, focado tanto na política monetária como na macroprudencial.

3.1 Regimes de taxa de câmbio fixa e as cláusulas de escape

Os países em desenvolvimento têm enfrentado historicamente desafios persistentes em termos de alta inflação, crises financeiras e desequilíbrios fiscais. Isso tem gerado um debate sobre a escolha do regime de taxa de câmbio mais adequado. Os regimes de taxa de câmbio abrangem uma ampla variedade de arranjos, incluindo *currency boards* (conselhos monetários), dolarização, ancoragem suave, bandas cambiais ajustáveis, flutuação livre e muitos outros⁷. Cada um desses arranjos tem características e objetivos distintos, proporcionando diferentes graus de flexibilidade e intervenção governamental na determinação da taxa de câmbio.

Um argumento relevante em favor das taxas de câmbio fixas é que a política monetária conduzida com total discricionariedade pode resultar em um viés inflacionário. Por outro lado, ao fixar sua taxa de câmbio em relação a uma moeda de baixa inflação, um país pode usufruir do "empréstimo de credibilidade" do exterior. Dessa forma, pode aproveitar a reputação e a estabilidade monetária da moeda de referência para fortalecer a confiança dos agentes econômicos. Ao ancorar sua moeda a uma moeda mais estável, o país pode reduzir as expectativas inflacionárias e criar um ambiente propício para o crescimento econômico sustentável. Nesse sentido, quando os agentes têm expectativas baixas de inflação, eles ajustam seus salários e preços levando isso em consideração. Como resultado, o país consegue alcançar um nível mais baixo de inflação para qualquer nível dado de produção (PERSSON e TABELLINI, 1999; LEVY-YEYATI e STURZENEGGER, 2002).

A visão convencional estabelece que os regimes mencionados têm um efeito disciplinador sobre a política fiscal. Canavan e Tommasi (1997) realizaram um estudo utilizando um modelo teórico de Barro-Gordon com informação incompleta e monitoramento imperfeito, no qual demonstraram que estabilizadores sérios tendem a preferir âncoras mais visíveis, como a taxa de câmbio nominal. Além disso, Canzoneri (2001) forneceu evidências teóricas de que os regimes cambiais fixos atuam como disciplinadores em uma estrutura ricardiana, levando o governo a respeitar sua restrição fiscal intertemporal. Por sua parte, Sow (2015) examinou o impacto dos regimes de taxa de câmbio nas propriedades cíclicas da política fiscal em uma amostra de 118 países em desenvolvimento no período de 1993 a 2007, constatando que a magnitude da pró-ciclicidade é reduzida para países com regimes fixos em comparação com aqueles que possuem regimes flexíveis.

⁷ Para obter uma lista completa dos diferentes regimes cambiais, é recomendado consultar o trabalho de referência de Frankel (2003), especificamente na página 5.

Calvo e Mishkin (2003) descrevem duas abordagens fundamentais através das quais um governo pode fornecer credibilidade através de um regime de taxa de câmbio fixa: a adoção de um *currency board* e a implementação de uma dolarização completa.

No regime de *currency board*, o Banco Central estabelece uma taxa de conversão entre a moeda nacional e uma moeda estrangeira, como o dólar americano, e assegura a plena conversibilidade, estando preparado para trocar notas nacionais pela moeda estrangeira mediante solicitação e possuindo reservas internacionais adequadas para essa finalidade. Além disso, os *currency boards*, devido à sua estrutura, não possuem poder discricionário para conduzir uma política monetária ativa. A autoridade monetária está vinculada a uma regra estrita de conversão da moeda nacional em uma moeda estrangeira na taxa de câmbio fixa estabelecida, o que limita sua capacidade de ajustar a oferta monetária conforme necessário. Ressalte-se, ainda, que eles não atuam como prestamistas de última instância, o que significa que não possuem a capacidade de fornecer assistência de liquidez em momentos de crise.

Por outro lado, no regime de dolarização completa, ocorre a substituição da moeda nacional por uma moeda estrangeira, como o dólar americano, resultando na eliminação da moeda nacional. Essa abordagem proporciona uma garantia ainda mais robusta do que a conversibilidade, dificultando significativamente - embora não impossibilitando - a reversão por parte do governo no controle da política monetária e/ou na fixação de uma nova paridade para a moeda nacional. No entanto, advertem que, no caso dos países emergentes, o regime de taxa de câmbio parece ter uma importância muito menor em comparação com características institucionais mais profundas da economia, tais como a estabilidade fiscal, a estabilidade financeira e a credibilidade das instituições monetárias que promovem a estabilidade de preços.

Klein e Shambaugh (2010), mostram que países com taxas de câmbio fixas tendem a ter uma volatilidade cambial menor em comparação com países que adotam taxas de câmbio flutuantes. Isso se deve ao fato de que tais regimes proporcionam maior estabilidade e previsibilidade nas taxas de câmbio, o que, por sua vez, reduz a incerteza e os movimentos abruptos nas mesmas. Logo, acrescentam os autores que, na prática, o "trilema" de Mundell é válido, porém não tão restritivo como teoricamente proposto. Eles observam que países com taxas de câmbio fixas e mercados de capitais abertos ainda têm uma certa autonomia monetária, o que implica que possuem a capacidade de exercer controle sobre sua política monetária dentro de certos limites.

No entanto, é crucial reconhecer que a adoção de um regime de taxa de câmbio fixa não está livre de desafios. A vinculação a uma moeda estrangeira pode expor o país a vulnerabilidades diante de perturbações exógenas, tais como mudanças nas condições

econômicas ou políticas do país de referência. Esses eventos podem desencadear pressões significativas sobre a taxa de câmbio fixa e até mesmo levar a desvalorizações repentinas da moeda nacional. Isso significa que se a moeda de um país com taxa de câmbio fixa começa a se desvalorizar em relação a outras moedas, o governo pode enfrentar pressões para permitir uma desvalorização oficial da moeda⁸.

É interessante nos questionarmos o seguinte: a impossibilidade de realizar uma política monetária independente sob um regime de taxa de câmbio fixa pode ser tanto um benefício como um custo para os países emergentes, dependendo do contexto e das circunstâncias específicas? Com efeito, ao realizarmos tal questionamento, estamos buscando compreender em que circunstâncias um regime de câmbio fixo, que limita a discricionariedade monetária, pode ser superior à flexibilidade proporcionada por um regime de câmbio flutuante.

Persson e Tabellini (1999) estudam o caso de uma economia aberta e pequena e argumentam que, sempre que o ganho de credibilidade for maior do que a perda das políticas de estabilização, é preferível adotar uma regra simples⁹ para a fixação da taxa de câmbio em vez de permitir a discricionariedade. Esse benefício é ampliado se, sob discricionariedade, a política monetária também for distorcida pelos incentivos eleitorais. Logo, eles consideram uma segunda situação "mais realista", na qual uma regra é incorporada com cláusulas de escape durante períodos excepcionais. Nesses momentos, o Banco Central tem a opção de abandonar a mencionada regra e optar por uma política discricionária (*ex post* ótima) para estabilizar choques de oferta excepcionalmente grandes, levando em consideração as expectativas inflacionárias. Concluem que uma regra com uma cláusula de escape encontra um melhor equilíbrio entre credibilidade e flexibilidade, permitindo a flexibilidade quando mais necessária¹⁰.

A flexibilidade concedida pelo regime de taxa de câmbio flexível, juntamente com uma política monetária independente, é vantajosa quando se trata de lidar com perturbações na economia doméstica, dado que permite que as autoridades monetárias ajam de forma mais direcionada e adaptável para estabilizar a economia. No entanto, é necessário ter cuidado para não abusar dessa flexibilidade, pois um excesso de discricionariedade pode levar a problemas inflacionários. (CALVO, 2001).

⁸ Exemplos incluem as desvalorizações cambiais da Tailândia, Indonésia e Coreia do Sul durante a crise financeira asiática de 1997, do México em 1994, da Argentina em 2001, da Rússia em 1998 e da Grã-Bretanha em 1992.

⁹ Os autores fazem referência a regras simples no sentido de que elas não levam em consideração contingências e uma vez anunciada não pode ser abandonada até a próximo período.

¹⁰ Flood e Marion (1989) demonstraram que uma regra com uma cláusula de escape é sempre superior à pura discricionariedade e, caso os choques de oferta sejam suficientemente voláteis, ela também supera uma regra simples.

Conforme destacado por Calvo e Mishkin (2003), é crucial que um país em desenvolvimento estabeleça instituições fiscais, financeiras e monetárias confiáveis, que inspirem credibilidade na busca pela estabilidade de preços. Com tais instituições sólidas, a política monetária pode ser utilizada de forma eficaz para estabilizar a economia, promovendo o crescimento sustentável e evitando choques inflacionários prejudiciais. No entanto, é necessário equilibrar a flexibilidade da política monetária com a necessidade de evitar excessos que possam levar a pressões inflacionárias indesejadas. Portanto, ao desenvolver instituições confiáveis e utilizar a política monetária de forma prudente, os países em desenvolvimento podem alcançar a estabilidade de preços, promover o crescimento econômico e evitar os efeitos negativos de choques adversos.

A implementação de regras monetárias com cláusulas de escape pode ser uma estratégia eficaz para combinar a estabilidade e previsibilidade das regras com a flexibilidade necessária para lidar com situações imprevistas. Isso permite que a política monetária se adapte às condições em constante mudança da economia e forneça respostas adequadas em momentos de incerteza ou crise.

3.2 Bancos Centrais Independentes

3.2.1 Contexto e prioridades

Ao longo do tempo, o papel dos Bancos Centrais e suas relações com os governos têm passado por transformações significativas, e é provável que essa evolução continue nesse mesmo patamar no futuro. As experiências inflacionárias vivenciadas nos Estados Unidos e na Europa na década de 70, bem como em muitos países da América Latina nas décadas de 80 e 90, aumentaram a necessidade de fortalecer os mecanismos de comprometimento dos Bancos Centrais no combate à inflação.

Além disso, muitos países em desenvolvimento enfrentam dois desafios adicionais. O primeiro é a contínua instabilidade política na região, o que muitas vezes dificulta a implementação de medidas adequadas durante períodos de sérios problemas econômicos. O segundo é a crescente polarização política e a falta de pragmatismo, o que impede a construção de consensos entre membros de diferentes partidos políticos, invalidando parcialmente a famosa frase de Otto Von Bismarck de que "a política é a arte do possível".

Como resposta a essas experiências inflacionárias e desafios políticos, foram realizadas uma série de reformas na legislação dos Bancos Centrais, as quais buscavam impedir interferências políticas de curto prazo motivadas por interesses pessoais, que poderiam prejudicar a condução da política monetária. O objetivo dessas transformações tem sido garantir

a independência dos Bancos Centrais e direcionar seus esforços prioritariamente para o combate à inflação e a conquista da estabilidade de preços.

Durante a década de 90, tanto as economias desenvolvidas quanto as emergentes e em desenvolvimento promulgaram novas leis ou implementaram reformas abrangentes em seus estatutos bancários com o propósito de garantir a independência dos Bancos Centrais e direcionar seus esforços para o combate à inflação e a busca pela estabilidade de preços. Essas mudanças basearam-se em uma fundação teórica similar, fundamentada na ideia de uma relação inversa entre o grau de autonomia do Banco Central e a taxa de inflação.

Conforme apontado por Jácome e Pienknagura (2022), a alta inflação histórica na região impulsionou a busca pela independência dos Bancos Centrais, com o objetivo de garantir que suas decisões fossem baseadas em critérios técnicos e econômicos, evitando influências externas que pudessem comprometer a eficácia das medidas de controle da inflação. A independência proporcionou maior autonomia aos Bancos Centrais para implementar políticas monetárias consistentes e focadas na estabilidade de preços, contribuindo para a redução da inflação e para a manutenção de uma economia mais estável.

3.2.2 Uma discussão interessante

A principal motivação por trás desta seção é compreender se a autonomia do Banco Central é eficaz como ferramenta para controlar a inflação e sua variabilidade, especialmente nos países em desenvolvimento. Ao chegarmos a esse ponto, é interessante analisar os argumentos intelectuais que sustentam a existência de Bancos Centrais independentes e, mais especificamente, a relação entre sua existência e baixas taxas de inflação.

A questão da independência da autoridade monetária tem sido objeto de intensos debates teóricos e empíricos entre economistas há mais de 60 anos, desde a publicação do artigo de Milton Friedman em 1962, intitulado *Should there be an independent Central Bank*. No entanto, até o momento, não há um consenso sobre o assunto.

Ao longo da história, os Bancos Centrais nem sempre foram instituições independentes, e a busca pela estabilidade de preços nem sempre foi uma prioridade. Inicialmente, os Bancos Centrais tinham como objetivo principal garantir o financiamento adequado do estado e fornecer estabilidade monetária e financeira para a economia. Naquela época, a principal preocupação era a estabilidade do valor da moeda e a prevenção de crises financeiras. Os Bancos Centrais foram criados como instituições de confiança, com o objetivo de garantir que os sistemas monetário e financeiro funcionassem de forma eficiente e confiável (ORPHANIDES, 2017).

A independência dos Bancos Centrais é um conceito multifacetado e relativo, abrangendo várias dimensões. Conforme descrito por Thomas Palley (2019), o termo possui uma ampla gama de significados. Pode ser entendido como o grau de liberdade que o Banco Central possui em relação à influência política no desenho e execução da política monetária (WALSH, 2008). Além disso, pode ser definido como a capacidade do Banco Central de estabelecer seus próprios objetivos de política sem interferência do governo (BADE e PARKIN, 1982). Uma terceira definição, conhecida como independência de instrumentos, refere-se à autonomia concedida pelo governo ao Banco Central, por meio de um mandato legislativo explícito, para que este possa garantir o cumprimento dos objetivos de política monetária propostos (FISHER, 1994; MISHKIN, 2000). Essas diferentes perspectivas refletem a complexidade e a variedade de abordagens adotadas na compreensão da independência dos Bancos Centrais.

A independência de objetivos é um conceito mais forte que implica conceder poder sobre a formulação da política macroeconômica a tecnocratas não eleitos democraticamente. Autores como Stiglitz (1998) criticam essa independência com base no efeito adverso que ela teria para a democracia, uma vez que uma instituição independente tomaria decisões que afetam a vida da população sem a devida responsabilização perante o eleitorado e sem passar pelo processo democrático.

No entanto, a ortodoxia, representada por autores como Cukierman (2006) e Bernanke (2015), responde a essa crítica argumentando que, em um regime democrático, a independência do Banco Central requer mecanismos de prestação de contas responsáveis e transparentes. Esses mecanismos são considerados necessários para garantir que a autoridade monetária seja responsável por suas ações e tome decisões que sejam de interesse público.

A relevância do tópico da independência de objetivos torna-se relevante quando ocorrem divergências nos objetivos do governo e do Banco Central. Em sociedades democráticas, podem surgir situações em que as decisões tomadas pelo governo não são consideradas ideais pelo Banco Central, especialmente em relação à estabilidade de preços. Nesses casos, torna-se relevante analisar se o Banco Central deve agir de acordo com suas próprias crenças e com o único objetivo de garantir a estabilidade de preços, ou se deve alinhar seus interesses aos do governo eleito.

Essa questão se torna ainda mais complexa em períodos de externalidades negativas, como a pandemia de COVID-19, em que buscar o objetivo de estabilidade de preços pode significar deixar em segundo plano o papel de prestamista de última instância, acarretando

custos elevados tanto em termos de bem-estar para a sociedade quanto em termos políticos para o governo, conforme discutido por esses autores.

Em suma, encontrar o equilíbrio adequado entre independência, democracia e prestação de contas é um desafio importante, especialmente quando ocorrem divergências nos objetivos do governo e do Banco Central em situações econômicas e políticas específicas. Essa questão complexa requer cuidadosa consideração, uma vez que a independência do Banco Central pode ter implicações significativas para a democracia e a eficácia das políticas macroeconômicas.

Ao chegarmos a este ponto, é interessante explorar os argumentos intelectuais em defesa dos Bancos Centrais independentes e, mais especificamente, a lógica por trás da relação entre sua existência e baixas taxas de inflação.

Na corrente dominante da escola ortodoxa, há uma convicção sólida de que o Banco Central deve ser imune a pressões externas ao buscar o objetivo de estabilidade de preços na política monetária (BERNANKE, 1999; WOODFORD, 2003; BLINDER, 1999). O cerne desse argumento reside na ideia de que a excessiva discricionariedade monetária leva os governos a priorizarem diferentes objetivos, levando-os a utilizar a política monetária com fins eleitorais para impulsionar o emprego e a produção no curto prazo. Isso, por sua vez, acaba resultando em um aumento inflacionário futuro. Portanto, contar com uma autoridade monetária independente implica, em última instância, aumentar a capacidade de resistir às pressões e interferências diretas do governo para implementar políticas monetárias que possam resultar em um aumento futuro da inflação.

Outro argumento a favor da independência do Banco Central concentra-se na credibilidade das políticas monetárias, a qual é de fundamental importância para ancorar as expectativas dos agentes econômicos em relação à inflação (SVENSSON, 2003). Acredita-se que quando um Banco Central é independente, ou seja, tem autonomia em suas decisões de política monetária, isso aumenta a credibilidade das ações e medidas adotadas para controlar a inflação. Os agentes econômicos têm maior confiança nas políticas implementadas pelo Banco Central, pois acreditam que suas decisões são baseadas em análises técnicas e no compromisso com a estabilidade de preços. Isso, por sua vez, contribui para aumentar a confiança na política monetária e ajuda a manter as expectativas de inflação baixas e estáveis.

Em seu artigo seminal *The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target*¹¹, Kenneth Rogoff (1985) argumenta que isolar a política monetária do processo político

¹¹ Rogoff menciona que enfrentou dificuldades ao tentar publicar o referido artigo na época. Isso se deu porque a ideia de uma solução institucional para o problema de credibilidade da política monetária não estava alinhada com

auxilia na prevenção do problema da inconsistência temporal discutido por Kydland e Prescott (1977), Calvo (1978) e Barro e Gordon (1983). Além disso, essa separação contribui para o estabelecimento de um equilíbrio com baixa inflação, o que resulta em um maior bem-estar social.

A proposta central de Rogoff (1985) consiste em atribuir a responsabilidade pela condução da política monetária a um Banco Central independente que possua preferências mais avessas à inflação do que as preferências da sociedade em geral, ou seja, que dê maior importância à estabilização da inflação do que à sociedade como um todo.

Dessa forma, embora possa distorcer a resposta do Banco Central diante de perturbações exógenas, essa abordagem também contribui para aumentar a credibilidade na luta contra a inflação. Isso, por sua vez, permite a manutenção de taxas de juros baixas e uma inflação mais estável em comparação com outras circunstâncias. Nesse sentido, existe um *trade-off* fundamental entre garantir a credibilidade de longo prazo e manter a flexibilidade na política monetária¹².

É desejável que o Banco Central possua autonomia para implementar medidas de estabilização conforme necessário, o que possibilita uma resposta ágil a choques econômicos. No entanto, se o público perceber possíveis abusos dessa flexibilidade no futuro, isso prejudicará a credibilidade do Banco Central. Quando essa situação ocorrer, o público passará a antecipar comportamentos inflacionários por parte do governo, resultando em expectativas de inflação elevadas. Como consequência, as taxas de juros tendem a subir, uma vez que os investidores exigem uma compensação pelo risco inflacionário. Desta forma, a literatura acadêmica nos apresenta um dilema entre a busca pela flexibilidade imediata e a preservação da credibilidade de longo prazo, a qual desempenha um papel crucial ao ancorar as expectativas de inflação e manter as taxas de juros em níveis baixos e estáveis.

Persson e Tabellini (1999) reafirmam a ideia anterior, enfatizando que um Banco Central conservador e independente possui maior capacidade para manter a inflação baixa ao longo do tempo. No entanto, eles advertem sobre a importância de equilibrar essa postura cautelosa, pois se a autoridade monetária for excessivamente conservadora, pode ter menos disposição para intervir ativamente e estabilizar os choques de oferta que afetam a economia, o que pode ser altamente prejudicial para a economia. Portanto, eles defendem a necessidade de

a direção predominante da literatura, que se concentrava cada vez mais em construções teóricas sofisticadas da teoria dos jogos (PASTÉN e REIS, 2021).

¹² Trabalhos posteriores como o de Taylor (1993) e Svensson (1996) argumentam que não existe um *trade-off* significativo entre flexibilidade e credibilidade.

encontrar um ponto ótimo, onde o “banqueiro central” seja conservador o suficiente para preservar a estabilidade de preços, mas ainda esteja disposto a utilizar instrumentos de política monetária para lidar com eventos imprevistos.

Seguindo uma lógica semelhante, Fisher (1995) sugere que a independência do Banco Central é uma condição suficiente para superar problemas de inconsistência temporal. Por outro lado, Bernhard (1998) oferece uma explicação alternativa, argumentando que a independência facilita a coexistência de atores com preferências políticas heterogêneas, reduzindo os conflitos resultantes das assimetrias informacionais entre os ministros, que possuem mais informações sobre o processo político, e os parceiros de coalizão, que têm menos.

Dentro do pensamento teórico crítico, conforme argumentado por Palley (2019), a proposta de um Banco Central independente representa uma abordagem equivocada advinda dos economistas neoliberais, especialmente da Escola de Chicago, que visa promover políticas econômicas contrárias ao ativismo governamental, buscando favorecer um governo de caráter minimalista. Conforme apontado pelo autor, a defesa de um Banco Central independente está fundamentada em uma visão ideológica que busca restringir a intervenção do governo e aumentar a autonomia das instituições monetárias. No entanto, essa abordagem negligencia a devida consideração dos impactos sociais e distributivos dessas políticas.

Forder (2000) apresenta uma crítica baseada no comportamento racional do eleitor, argumentando que, se os eleitores forem avessos a surpresas inflacionárias, eles votarão em políticos comprometidos com a manutenção de baixa inflação e que tenham estabelecido uma reputação nesse sentido. Como adquirir e manter uma reputação é um processo custoso para os políticos, eles têm interesse em manter as mesmas políticas de inflação pelas quais obtiveram essa reputação. Portanto, de acordo com essa perspectiva, não haveria necessidade de um Banco Central independente. No entanto, é importante ponderar que essa abordagem que se baseia no comportamento do eleitor pressupõe um contexto político idealizado, no qual os eleitores possuem acesso pleno às informações sobre os políticos e suas políticas, e são capazes de tomar decisões racionais com base nessas informações disponíveis.

3.2.3 Evidências empíricas

Existem evidências empíricas a favor e contra a criação de Bancos Centrais independentes. A maioria dos estudos empíricos sobre o desempenho de autoridades monetárias independentes baseia-se em uma metodologia desenvolvida por Bade e Parkin em seu artigo de 1984, intitulado *Central Bank Independence and Monetary Policy*. Essa metodologia envolve a análise de diversos indicadores de independência que são utilizados para construir uma

medida composta da independência do Banco Central, tais como seu grau de autonomia legal, a estabilidade de seu mandato, a proteção contra interferência política e a transparência em suas operações. Muitos estudos empíricos têm demonstrado que um Banco Central independente pode contribuir para a solução dos problemas de credibilidade, comprometimento e inconsistência temporal. Essas pesquisas envolveram a análise de diversos países e revelaram que aqueles com maior independência do Banco Central apresentaram taxas de inflação mais baixas ao longo do tempo (ALESINA, 1989; CUKIERMAN, 1992)¹³. Corroboram a ideia de que a mencionada independência não acarreta custos adicionais para alcançar uma baixa taxa de inflação. Em outras palavras, não é necessário abrir mão de outras metas econômicas ou enfrentar desvantagens significativas para obter um ambiente de baixa inflação. Simplificando, a independência da autoridade monetária pode ser considerada como um "almoço grátis" que traz benefícios econômicos, como a redução da inflação, sem exigir contrapartidas significativas (PERSSON e TABELLINI, 1999), permitindo alcançar uma baixa inflação sem prejudicar o desempenho econômico ou a estabilidade (ALESINA e SUMMERS, 1993).

Estudos adicionais indicam que a correlação negativa entre a independência do Banco Central e a inflação é resultado da busca pela disciplina fiscal, que é facilitada pela existência de um Banco Central Independente (PARKIN, 1987; FRY, 1998). Essa perspectiva está alinhada com a visão de Stanley Fisher, que afirmou que "quase todas as ações do Banco Central têm consequências fiscais" (FISHER, 2010, p.18). Nesse sentido, muitos autores, como Sargent e Wallace (1981) e Woodford (1994), argumentam sobre os perigos de situações caracterizadas pela existência de dominância fiscal.

No contexto dos países em desenvolvimento, diversos estudos têm explorado medidas alternativas de independência, considerando indicadores relacionados aos comportamentos institucionais, como a rotação dos presidentes do Banco Central e índices de vulnerabilidade política. Essas pesquisas têm revelado evidências consistentes de uma relação negativa entre inflação e a existência de um Banco Central independente (CUKIERMAN, WEBB e NEYAPTI, 1992; CUKIERMAN, 1992; CUKIERMAN e WEBB, 1995) e entre inflação e

¹³ O estudo de Alesina (1989) leva em consideração diversas características, como a relação formal entre o Banco Central e o governo, as restrições do financiamento da instituição monetária ao tesouro e a presença de representantes do governo na direção do Banco Central. Com base nessas informações, Alesina constrói um índice que mede o grau de independência dos Bancos Centrais dos países, variando em uma escala de 1 a 4. Nessa escala, 1 representa o nível de menor independência e 4 o nível de maior independência. Por outro lado, Cukierman (1992) desenvolveu um índice baseado em respostas de especialistas a um questionário. Esse índice analisa aspectos práticos da independência dos Bancos Centrais, como a importância atribuída ao objetivo de estabilidade de preços e as restrições ao financiamento do setor público. Ambos os estudos utilizam esses índices de independência dos Bancos Centrais para examinar a relação entre a independência e a taxa de inflação, comprovando uma correlação negativa entre essas variáveis. Isso significa que quanto maior for a independência do Banco Central, menor tende a ser a taxa de inflação observada.

independência legal¹⁴ para os países latino-americanos (GUTIÉRREZ, 2003; JÁCOME e VÁZQUEZ, 2005).

Por outro lado, existem críticas em relação à base empírica da relação entre independência do Banco Central e inflação. Essas críticas ganharam relevância, principalmente a partir dos anos 2000, quando muitos países, principalmente em economias avançadas, registraram baixos níveis de inflação independentemente do grau de independência da autoridade monetária.

Dentre os críticos, Forder (1996) levanta a questão de que a correlação entre a independência do Banco Central e a baixa inflação não implica necessariamente uma relação de causalidade direta. Ele sugere a hipótese de que países nos quais a estabilidade de preços é valorizada pela população tendem a selecionar Bancos Centrais que deem prioridade a esse objetivo. Seguindo esse raciocínio, a origem da baixa inflação pode ser mais um reflexo da preferência da sociedade pela estabilidade de preços do que da independência do Banco Central em si, como uma causa direta da redução da inflação. Na mesma linha de pensamento, Possen (1993) argumenta que não se pode inferir uma relação causal a partir da correlação entre baixa inflação e um Banco Central independente. Ele sugere que os resultados dessa correlação podem estar refletindo o fato de que países com maior poder social e político, juntamente com uma aversão mais forte à inflação, são mais propensos a conceder independência às suas autoridades monetárias.

Outros estudos empíricos levantam críticas em relação à consistência e robustez da relação negativa entre baixa inflação e independência do Banco Central. Essas críticas destacam a possibilidade de vieses e variáveis omitidas nos estudos anteriores, que podem ter influenciado os resultados e levado à confirmação da correlação negativa. Por exemplo, Sturm e de Haan (2001) questionam a consistência dessa relação quando observações de alta inflação são excluídas da análise ou quando certas variáveis de controle são incluídas. Eles sugerem que essas exclusões ou inclusões podem afetar os resultados e, conseqüentemente, a força da relação encontrada. Além disso, Klomp e de Haan (2010) destacam a possibilidade de existirem variáveis não consideradas nos estudos anteriores, o que poderia introduzir vieses e influenciar os resultados. Essas críticas ressaltam a importância de abordagens mais rigorosas e cautelosas.

¹⁴ No contexto da independência legal do Banco Central, essa expressão refere-se à inclusão explícita da independência da instituição nas disposições constitucionais do país. Essa abordagem tem como objetivo assegurar uma separação inequívoca entre o Banco Central e o governo, estabelecendo um conjunto de normas e procedimentos que protegem a autoridade monetária contra interferências políticas.

ao investigar a relação entre baixa inflação e independência do Banco Central, a fim de obter conclusões mais confiáveis e robustas.

3.3 Metas de Inflação

3.3.1 Origem e principais características

O regime de metas de inflação, introduzido na Nova Zelândia em 1989, tem sido amplamente adotado por diversos países ao redor do mundo, tendo se estabelecido como um regime monetário de grande popularidade. Essa adoção em massa ocorreu principalmente no final dos anos 1990 e no início dos anos 2000, período marcado por uma significativa redução da inflação global.

Essa tendência reflete o reconhecimento dos benefícios proporcionados pelo mencionado regime, tanto na redução da inflação e volatilidade inflacionária em países em desenvolvimento (DE MENDONÇA e SOUZA 2009; GONÇALVES e SALLES 2008), quanto no aumento da efetividade da política monetária diante de choques externos durante momentos de crise, especialmente em relação às regras monetárias estritas.

Como o próprio nome sugere, o Regime de Metas de Inflação é uma estratégia de política monetária que consiste na definição oficial de metas para a taxa de inflação durante um ou mais períodos (MISHKIN, 2007). Nesse sistema, não há rigidez em termos de decisões *ex ante* por parte do *policymaker*, exceto pelo objetivo de cumprir a meta de inflação.

É comum existir uma crença equivocada de que as metas de inflação são estratégias para combater a inflação. (DE GREGORIO, 2019). Na realidade, a abordagem usual é utilizar as metas de inflação para consolidar as reduções da inflação alcançadas por outros métodos. Isso não significa que seja impossível que um plano de desinflação pleno funcione em determinadas circunstâncias específicas, mas não é a prática comum¹⁵.

As metas de inflação representam um marco teórico sólido para a condução da política monetária (BERNANKE, 1999) e, conforme apontado por De Gregorio (2019), têm como objetivo não apenas tornar a inflação mais estável, mas também promover a estabilidade do Produto Interno Bruto (PIB) e aumentar a efetividade da política monetária. Em vez de se concentrarem exclusivamente na redução da inflação, visam estabelecer um ambiente de estabilidade de preços, o que contribui para o crescimento econômico sustentável e um

¹⁵ Na próxima seção deste trabalho, serão apresentadas as implementações do Brasil e da Argentina em seus respectivos momentos. No caso do Brasil, o regime de metas de inflação foi implementado com relativo sucesso, aproveitando a baixa inflação previamente alcançada através do Plano Real. Já na Argentina, tentou-se utilizar esse regime de metas como uma abordagem específica para combater a inflação, porém os resultados foram aquém do esperado.

funcionamento mais eficiente dos instrumentos de política monetária. Dessa forma, essas estratégias permitem ao Banco Central ajustar suas políticas de acordo com as condições econômicas, promovendo, assim, a estabilidade macroeconômica de forma abrangente.

Embora as definições possam variar em detalhes, na literatura há consenso sobre as principais características necessárias para uma implementação eficaz desse regime monetário: a presença de uma meta quantitativa explícita (ou intervalo específico) que engaje o Banco Central no compromisso institucional com a estabilidade de preços; a ausência de dominância fiscal (WOODFORD, 1994 e 1995)¹⁶ e a inexistência de metas nominais concorrentes; e uma instituição monetária que desfrute de independência de instrumentos e opere de maneira transparente em relação às estratégias e táticas adotadas. Adicionalmente, é fundamental ter uma política *forward-looking* que envolva um monitoramento contínuo das expectativas e a rapidez para responder de forma adequada às mudanças ocorridas.

Em termos gerais, dito regime propõe uma abordagem que concilia o debate apresentado na seção anterior deste trabalho, ao fazer uso de regras em conjunto com uma certa margem de discricionariedade na condução da política econômica. Essa abordagem se baseia no compromisso de alcançar uma meta de inflação a médio prazo, visando ancorar as expectativas dos agentes econômicos nesse horizonte, ao mesmo tempo em que mantém uma certa flexibilidade na forma de responder a perturbações externas, preservando, assim, um alto grau de discricionariedade. (CLERC e BOIANOVSKY, 2023).

Desta forma, o regime busca estabelecer um equilíbrio entre a definição de diretrizes claras (regras) e a flexibilidade necessária para lidar com as condições econômicas em constante mudança. Dentro desse contexto, a autoridade monetária opera dentro do que é conhecido como “discricionariedade limitada” (BERNANKE e MISHKIN, 1999; BERNANKE, 2003) ou “regra instrumental” (SVENSSON, 2003), enfatizando o fato de que, face ao compromisso do Banco Central em alcançar, a médio prazo, uma meta de inflação, os responsáveis pela política monetária mantêm a prerrogativa de alterar o seu principal instrumento (frequentemente a taxa de juros nominal de curto prazo) para corrigir desequilíbrios macroeconômicos.

É interessante questionarmos se a mencionada discricionariedade limitada é superior às regras rígidas, como a regra do k por cento, ou à completa discricionariedade na política monetária. King (1997) e Bernanke (1999) abordam esse tema e concluem que o regime de metas de inflação possui a vantagem de combinar uma estabilidade razoável da taxa de inflação,

¹⁶ Na ausência de dominância fiscal, a política monetária pode ter um papel dominante sobre as demais políticas econômicas.

especialmente no médio e longo prazo, com respostas ótimas no curto prazo a perturbações reais de diversos tipos.

Mishkin (1999), por sua vez, ressalta que existem dois elementos que dificultam a implementação rígida das metas inflacionárias. O primeiro elemento é a falta de instruções claras e diretas sobre como o Banco Central deve conduzir a política monetária com base nessas metas. O segundo é o alto grau de discricionariedade na tomada de decisões de política monetária, como tem sido observado na utilização das metas de inflação.

Nessa mesma linha de pensamento, Woodford (2003) argumenta que permitir que os Bancos Centrais lidem com perturbações exógenas de forma discricionária é uma estratégia "subótima", uma vez que induz a flutuações tanto na inflação quanto na produção no momento em que tais perturbações exógenas atingem a economia, resultando em prejuízos em termos de bem-estar econômico. Para remediar essa situação, ele sugere que os Bancos Centrais assumam um compromisso adicional por meio de uma regra de fixação ótima de metas monetárias, que especifique a taxa de inflação a ser alcançada no trimestre atual, levando em consideração as condições econômicas.

3.3.2 Expectativas

Em um regime de metas de inflação, a credibilidade da autoridade monetária é alcançada quando consegue convencer o público de que a taxa de inflação de longo prazo se ajustará à meta estabelecida. Se for esse o caso, os agentes utilizam consistentemente a "meta alvo" como referência em seu processo de tomada de decisões, ancorando suas expectativas em torno dessa meta. Por outro lado, quando as instituições monetárias enfrentam uma falta de confiança, é extremamente desafiador convencer o público de que a inflação será controlada e se manterá dentro da meta proposta.

Desta forma, a obtenção e manutenção da credibilidade estão intrinsecamente ligadas ao desempenho histórico da autoridade monetária no cumprimento das metas por ela estabelecidas, sendo isso essencial para ancorar as expectativas inflacionárias presentes dos agentes e promover a estabilidade de preços.

Davis (2012) apresenta evidências de que um Banco Central com baixa credibilidade é incapaz de ancorar as expectativas de inflação a longo prazo. Diante dessa situação, os agentes ajustam suas crenças em relação à meta de inflação proposta com base em experiências passadas, o que acaba reforçando essas mesmas expectativas. Esse processo de retroalimentação, conhecido como "autoconcretização", destaca a importância da credibilidade para o sucesso do regime de metas de inflação.

Conforme mencionado por Calvo e Mishkin (2003), estabelecer a credibilidade é uma tarefa mais complexa em economias emergentes. Isso se deve ao fato de essas economias possuírem instituições fiscais frágeis, instituições financeiras deficientes, regulação e supervisão governamentais inadequadas, substituição de moeda e dolarização de passivos, além de serem vulneráveis a interrupções repentinas nos fluxos de capitais. Ditos fatores dificultam a ancoragem das expectativas de inflação e a consecução da meta estabelecida pela autoridade monetária (FRAGA, 2003).

Um estudo conduzido por Hermann e Fratzscher (2007) destaca a importância da comunicação transparente por parte do Banco Central por meio de diversos canais e estratégias¹⁷. Essa comunicação tem como objetivo primordial possibilitar a apresentação da perspectiva do Banco Central, bem como das medidas adotadas, fornecendo *insights* relevantes sobre as justificativas subjacentes às decisões tomadas. Permitir que os agentes compreendam melhor as ações da autoridade monetária é essencial, não apenas por motivos de legitimidade democrática, mas também para o processo de formação de expectativas, o que, por sua vez, aumenta a eficácia da política de estabilização monetária (WOODFORD, 2005; BLINDER, 2012). Além disso, o compromisso com a transparência ajuda a “tornar a política mais baseada em regras e contribui para aumentar a compreensão pública sobre as mesmas” (WOODFORD, 2004, p. 18). A fim de assegurar uma ampla divulgação e compreensão das informações fornecidas ao público, são utilizados diversos canais e estratégias.

Devido à importância da credibilidade, a literatura destaca que uma situação fiscal sólida é crucial para garantir a efetividade da política monetária e, portanto, o sucesso do regime. Os altos e contínuos déficits fiscais podem levar a uma situação de dominância fiscal, em que os gastos do governo afetam a taxa de inflação e o fluxo da base monetária. Como resultado, a política monetária acaba sendo conduzida pela política fiscal, o que representa uma séria ameaça à viabilidade do regime de metas de inflação.

A perspectiva anteriormente mencionada é corroborada por estudos como a *Aritmética monetarista desagradável* de Sargent e Wallace (1981) e a *Teoria fiscal dos preços* de Woodford (1996, 2000), que demonstraram que, em alguns países, o controle da inflação não é apenas um fenômeno monetário, mas está intrinsecamente relacionado ao controle dos déficits fiscais. Mishkin e Savastano (2001), por sua vez, relacionam os desequilíbrios fiscais ao

¹⁷ Os Relatórios de Inflação dos principais Bancos Centrais que adotam o regime de metas de inflação fornecem bons exemplos práticos de comunicação com o público sobre os compromissos de política das autoridades monetárias. Esses relatórios não pretendem fornecer um relato detalhado das deliberações pelas quais o Banco Central chegou à posição que determinou (WOODFORD, 2004).

surgimento de crises bancárias e financeiras, as quais comprometem a eficácia de qualquer regime monetário voltado para o controle da inflação. Desta forma, concluem que é fundamental implementar os regimes de metas de inflação com cautela, levando em consideração a estabilidade fiscal como um elemento crucial para o seu funcionamento adequado.

Um ponto relevante a ser mencionado é a relação entre a melhoria fiscal e a adoção de metas de inflação. A análise indica que, mesmo nos casos em que os países que adotaram o regime de metas de inflação não apresentaram superávit fiscal no início do regime, eles foram incentivados a realizar ajustes fiscais para aumentar a credibilidade de seu compromisso com a meta de inflação. Isso sugere que a implementação do regime de metas de inflação pode exercer um efeito disciplinador sobre a política fiscal.

3.4 Estabilidade Financeira: política monetária e macroprudencial

Conforme mencionado anteriormente, a utilização do enfoque de metas de inflação como prática da política monetária tem como principal objetivo garantir a estabilidade de preços, com a taxa de juros nominal sendo um instrumento-chave da política monetária. Como resultado da sua aplicação, alcançou-se um elevado grau de estabilidade nas expectativas de inflação a médio prazo, o que proporcionou benefícios significativos em termos de credibilidade na estabilização da inflação por parte de diversos Bancos Centrais.

Após a crise financeira global de 2008 e suas consequências econômicas, tornou-se evidente que os Bancos Centrais não estavam adequadamente preparados para enfrentá-la. Além disso, tanto acadêmicos quanto *policymakers* chegaram à conclusão de que basear-se apenas na garantia da estabilidade de preços como único objetivo da política monetária não seria suficiente para tomar decisões sólidas. Por esse motivo, as autoridades monetárias em todo o mundo têm dado cada vez mais importância à estabilidade financeira ao tomar decisões de política monetária, reconhecendo a necessidade de adotar uma abordagem mais abrangente, que englobe outros aspectos além da política monetária, para assegurar a solidez do sistema financeiro.

Nessa linha de pensamento, Woodford (2012, 2013) ressalta a importância de ferramentas regulatórias e de supervisão para garantir a manutenção da estabilidade financeira. A utilização apenas da política monetária com esse propósito, mesmo que seja considerada totalmente efetiva, certamente teria custos, pois poderia diminuir a capacidade de alcançar simultaneamente os objetivos habituais de estabilização da política monetária. Portanto, tornou-se necessário adotar uma abordagem macroprudencial para a regulamentação do setor

financeiro. Essa abordagem, com múltiplos instrumentos, permitiria a busca simultânea de diversos objetivos, o que é altamente desejável nesse contexto.

Desta forma, a crise evidenciou a necessidade de combinar o enfoque tradicional (micro) na solidez das instituições financeiras individuais com uma variedade de novos instrumentos macroprudenciais destinados a limitar antecipadamente a acumulação de risco financeiro sistêmico, com o objetivo de reduzir a probabilidade e mitigar o impacto de um colapso, evitando os custos macroeconômicos associados à instabilidade financeira e protegendo os consumidores e investidores (FARHI e WERNING, 2016).

O termo macroprudencial remonta a documentos do final da década de 1970, onde denotava uma orientação sistêmica da regulamentação e supervisão ligada à macroeconomia. No entanto, as referências públicas à política macroprudencial só surgiram em meados da década de 1980, quando foi discutida como uma política destinada a apoiar a segurança e a solidez do sistema financeiro como um todo, juntamente com o mecanismo de pagamentos. Conforme mencionado por Vinhado e Divino (2019), os principais instrumentos utilizados na política macroprudencial para o monitoramento e controle dos riscos sistêmicos são os requisitos de reservas sobre depósitos, que fornecem proteção contra saques em massa ou corridas bancárias, e os requisitos mínimos de capital para o capital bancário, que exigem que os bancos mantenham uma quantidade mínima de capital em relação aos seus ativos ponderados pelo risco, com o objetivo de assegurar uma maior probabilidade de solvência para as instituições financeiras¹⁸.

Ao chegar a este ponto, é interessante compreender como a existência do risco sistêmico nas economias afeta o papel desejável da política monetária. A resposta para essa pergunta depende da efetividade da política macroprudencial em reduzir tal risco. Diversos estudos afirmam que a política macroprudencial é a primeira linha de defesa contra o risco de instabilidade financeira, e, portanto, na medida em que ela funcione de maneira ótima eliminando efetivamente as distorções associadas à instabilidade financeira, a política monetária deve, em primeira instância, manter-se fiel ao seu objetivo tradicional de estabilidade de preços (KORINEK e SIMSEK, 2016; CABALLERO e SIMSEK, 2019, VAN DER GHOTE, 2020).

¹⁸ Conforme mencionado por Vinhado e Divino (2019), a política de requisitos de reservas no Brasil é complexa devido às taxas variarem de acordo com diferentes tipos de depósitos, o que significa que cada tipo de depósito pode ter uma taxa de reserva específica. Além disso, essa política inclui parâmetros adicionais, como a remuneração de reservas, os umbrais de isenção e as deduções. Da mesma forma, as políticas de requisitos de capital bancário também são intrincadas, pois os fatores de ponderação que determinam a quantidade de capital necessário para cada tipo específico de crédito podem variar.

No entanto, é importante considerar que, na realidade, a política macroprudencial nem sempre é ótima e, portanto, pode não ser capaz de eliminar completamente as ineficiências associadas ao risco sistêmico. Nesse cenário, pode ser recomendável ajustar a política monetária não apenas para garantir o objetivo de estabilidade de preços, mas também para lidar com as distorções que surgem do risco sistêmico e que não podem ser adequadamente tratadas pela política macroprudencial (STEIN, 2012).

Dessa forma, a política monetária deve desempenhar uma função complementar à política macroprudencial quando esta última é limitada, ao auxiliar na garantia da estabilidade financeira da economia por meio do controle da taxa nominal de juros a curto prazo. Ao controlar a taxa de juros, a política monetária influencia o acesso ao crédito e o comportamento dos agentes econômicos, o que, por sua vez, afeta o nível de endividamento e o risco sistêmico na economia. Essa coordenação entre as políticas é essencial para mitigar o nível de risco sistêmico na economia, proporcionando maior estabilidade financeira e minimizando os impactos negativos das instabilidades no cenário macroeconômico.

É importante notar que a política monetária enfrenta importantes *trade-offs* quando é utilizada para objetivos macroprudenciais. Um argumento relevante contra o uso da política monetária para fins macroprudenciais sugere que a expectativa de que a política monetária seja acomodatória em caso de crise pode incentivar a antecipada acumulação de risco sistêmico. Isso significa que a política monetária enfrenta um *trade-off* ao buscar apoiar a capacidade de intermediação financeira do setor financeiro, ao mesmo tempo em que pode aumentar o risco desse setor, uma vez que influencia a tomada de risco pelos bancos. Em outras palavras, ao adotar uma política monetária mais expansionista para estimular a economia durante uma crise, pode inadvertidamente incentivar os bancos a assumirem mais riscos, contribuindo para o acúmulo de riscos sistêmicos no sistema financeiro. Além disso, a política monetária não afeta apenas a quantidade de crédito concedido à economia, mas também a qualidade desse crédito. Quando a política monetária é expansionista, espera-se que haja um aumento na demanda por crédito, levando a um aumento na quantidade de crédito concedido a empresas e consumidores. No entanto, essa expansão do crédito também pode levar a empréstimos concedidos a tomadores menos solventes ou com menor capacidade de pagamento, o que aumenta o risco de inadimplência dos empréstimos, prejudicando a qualidade do crédito concedido. Isso pode ter implicações para a estabilidade financeira e para a economia como um todo. A evidência disso é mais sólida para as intervenções de política monetária não convencionais, o que gera preocupações sobre os riscos para a estabilidade financeira (LAEVEN, MADDALONI e MENDICINO; 2022).

Outra crítica importante é que os instrumentos da política monetária podem ser considerados demasiado "imprecisos" para essa função específica. A política monetária geralmente controla a taxa de juros de curto prazo, o que pode ser um substituto inadequado para a regulação macroprudencial. Em alguns modelos, por exemplo, um aumento na taxa de juros projetado para "contrabalançar" a acumulação de desequilíbrios financeiros pode ter o efeito oposto e levar os agentes a aumentarem sua alavancagem, ou ainda agravar as bolhas de preços dos ativos (MARTIN, MENDICINO e VAN DER GHOTE; 2021).

Por outro lado, a política macroprudencial enfrenta um *trade-off* entre evitar crises financeiras profundas, que podem levar a recessões severas, e garantir benefícios de longo prazo, apoiando o crescimento econômico. Em outras palavras, ao adotar medidas para limitar o risco sistêmico e prevenir crises financeiras, ela pode reduzir a probabilidade de ocorrência de crises graves, que poderiam resultar em quedas significativas na atividade econômica. No entanto, algumas dessas medidas podem restringir a capacidade de intermediação financeira do setor, o que pode ter efeitos negativos no financiamento de investimentos e no crescimento econômico a longo prazo (LAEVEN, MADDALONI e MENDICINO; 2022). Um estudo realizado por Laeven e Perez-Quiros (2020), utilizando séries temporais de um painel, demonstrou que existe um equilíbrio entre o crescimento e o risco associado ao ritmo de crescimento do crédito, havendo, portanto, um nível ótimo de crédito que equilibra esses efeitos positivos e negativos no crescimento econômico.

É fundamental encontrar um equilíbrio cuidadoso entre o papel da política monetária e da política macroprudencial para alcançar a estabilidade financeira e macroeconômica. Ambas as políticas enfrentam *trade-offs*, que devem ser cuidadosamente considerados ao tomar decisões tanto de política monetária quanto de política macroprudencial.

A política monetária possui impactos na atividade econômica, no emprego e na inflação, mas também pode afetar o risco financeiro e a estabilidade do sistema, caso não sejam devidamente consideradas as implicações no comportamento dos agentes econômicos e das instituições financeiras. Por outro lado, a política macroprudencial, ao concentrar-se na abordagem dos riscos sistêmicos e na estabilidade financeira, pode ter efeitos colaterais na economia real e na oferta de crédito às empresas, o que, por sua vez, poderia impactar o crescimento econômico. Portanto, é fundamental uma coordenação eficaz dos possíveis impactos de ambas as políticas na situação específica, a fim de alcançar uma estabilidade financeira e macroeconômica sólida.

4 EXPERIÊNCIA ARGENTINA:

4.1 Política monetária desde 1990 até o final do Plano de Conversibilidade

Durante grande parte das décadas de 70 e 80, a Argentina enfrentou períodos prolongados de baixo crescimento econômico, alta inflação e até mesmo episódios de hiperinflação¹⁹. Esses fenômenos tiveram um impacto significativo na confiança e credibilidade das pessoas em relação às políticas governamentais, resultando em uma crescente rejeição da moeda local. Conforme ressaltado por Mishkin e Savatano (2000), os planos de estabilização implementados na época revelaram-se incapazes de interromper a dinâmica inflacionária e a psicologia negativa resultante dos altos déficits fiscais, das práticas arraigadas de indexação e dos crescentes pagamentos de juros sobre a dívida governamental.

A desconfiança generalizada nos governos argentinos e na moeda emitida pelo Banco Central do país acarretou significativas consequências sociais e econômicas. A volatilidade dos níveis de preços, em constante flutuação, deixou de desempenhar sua função informativa para orientar as decisões dos agentes econômicos, transformando-se em uma variável incerta. Para ilustrar a gravidade da situação, em 1989, a taxa de inflação anual média no país foi de 3079%, resultando em um aumento de preços de 50 vezes entre dezembro de 1988 e dezembro de 1989. Em 1990, a situação não apresentou mudanças significativas, registrando uma taxa de inflação anual de 2314%. Diante desse contexto, os argentinos, confrontados com a contínua deterioração do seu poder de compra, buscaram preservar suas economias em moeda estrangeira, como o dólar, e em investimentos tangíveis, numa tentativa de mitigar os efeitos causados pelo aumento crescente da inflação.

Em conformidade com Samuelson (1993), a inflação desestimulou os investimentos produtivos, distorcendo os contratos em moeda local devido aos constantes ajustes de custos. Isso impactou negativamente a arrecadação de impostos devido à desvalorização da moeda entre o momento do pagamento pelos contribuintes e a entrada efetiva nos cofres do Estado. Além do mais, a inflação causou uma redistribuição regressiva de renda, prejudicando os economicamente mais vulneráveis, que dependiam principalmente de salários. A constante remarcação de preços também dificultou a comparação e a compra de produtos, levando à perda da noção real de valor.

¹⁹ Registre-se que entre 1975 e 1991 a taxa de inflação argentina ultrapassou 80% ao ano, sendo que no ano de 1989 essa situação tornou-se insustentável, com a citada taxa atingindo seu máximo histórico de 3079%, atingindo no ano seguinte o valor de 2314% (GERCHUNOFF, P.; LLACH, L. (1998). "El ciclo de la ilusión y el desencanto" (p.469-471).

A hiperinflação, entretanto, não era o único problema da economia argentina à época, pois verificava-se, também, crescente déficit fiscal, alto endividamento, estagnação econômica, falta de investimento em bens de capital e infraestrutura, queda no nível das reservas internacionais e fuga de capitais (RAPAPORT, 2001).

A Argentina enfrentava uma necessidade urgente de reformar sua economia, o que levou ao início de um programa abrangente de reformas econômicas em abril de 1991. O objetivo principal era reduzir a inflação a níveis aceitáveis e restaurar o crescimento econômico do país. Conforme apontado por Cavallo (1995), o programa econômico baseava-se em quatro pilares fundamentais: a abertura da economia, a desregulamentação e reforma do regime tributário, as privatizações e a eliminação de outras formas de interferência do Estado na alocação de recursos, além da estabilização crucial da inflação e dos preços relativos. De acordo com a explicação fornecida por Cavallo ao presidente Menem:

O plano de reformas foi amplamente influenciado pelas experiências do Chile, Bolívia e México. O Chile serviu como um excelente exemplo de sucesso na implementação de políticas de abertura, privatização e desregulamentação. Por sua vez, a Bolívia foi um estudo de caso muito relevante para a política monetária, uma vez que o país enfrentou desafios semelhantes à Argentina, incluindo uma hiperinflação que resultou na dolarização da economia. Por fim, o México recebeu apoio dos Estados Unidos para reestruturar sua dívida externa, obtendo um desconto significativo de 35% (CAVALLO e CAVALLO RUNDE, 2018, p. 193-194).

Em termos do regime monetário, a Argentina apresentou um dos casos mais interessantes de um regime cambiário “superfixo”. A adoção da Lei de Conversibilidade, aprovada em 27 de março de 1991, tinha como objetivo garantir a estabilidade da moeda e inspirar confiança no sistema monetário, restabelecendo a conversibilidade à moeda nacional. No sentido mencionado, os controles cambiais foram eliminados e o austral (a moeda argentina à época) passou a ser livremente conversível por outras moedas. O tipo de câmbio entre o austral e o dólar americano foi fixado em 10.000 australes por dólar, conforme especificado pelo artigo primeiro da Lei de Conversibilidade argentina. Posteriormente, em abril de 1991, foi introduzida uma nova moeda, o peso, e o Banco Central da República Argentina (BCRA) fixou a taxa de câmbio em 1 peso por dólar americano (1 peso/US\$ 1.00), concedendo aos agentes econômicos a liberdade de utilizar tanto o dólar quanto o peso para realizar transações monetárias.²⁰

²⁰ Segundo Cavallo (1996), a liberdade de escolha da moeda em que os contratos deveriam ser fixados era uma característica fundamental do plano de estabilização, uma vez que, como ele disse, “sustentava a proibição de cláusulas de correção ou indexação nos contratos”. Isso foi muito importante para a eliminação de todos os vestígios de inércia inflacionária no sistema.

O sistema monetário estabelecido pela Lei de Conversibilidade era uma regra fixa conhecida como *currency board* (caixa de conversão), na qual a moeda local, o peso argentino, estava integralmente respaldada por reservas internacionais²¹, principalmente em dólares americanos, e mantinha uma conversibilidade ilimitada à taxa de câmbio de 1 peso por dólar americano (1 peso/US\$ 1.00). Conforme explicado anteriormente, essa estrutura limitava a capacidade do Banco Central de executar uma política monetária independente, uma vez que suas ações estavam condicionadas às intervenções no mercado de câmbio. Dessa forma, era impossível aumentar a emissão monetária em pesos sem um correspondente aumento nas reservas em dólares.

Foi precisamente essa restrição à discricionariedade monetária, conforme argumentado por Mishkin e Savastano (2000), um dos principais fatores que contribuíram para a crescente popularidade desse sistema em países emergentes durante a década de 90. É interessante destacar que, dezoito anos antes da implementação do plano de conversibilidade argentino, Friedman (1973) já havia argumentado, durante a *Conferência de Horowitz*, em 1972, que, no caso de países em desenvolvimento, a grande vantagem de um regime de câmbio fixo era evitar a receita proveniente da criação de dinheiro e estabelecer a paridade de sua moeda com a de um país desenvolvido e relativamente estável, com o qual mantinha estreitas relações econômicas. Essa abordagem tinha a vantagem de limitar a possibilidade de intervenção governamental, tornando esse regime cambial a melhor solução para países desse tipo (FRIEDMAN, 1973).

A estabilização econômica não era considerada por Cavallo o objetivo final, mas sim um requisito indispensável para criar um sistema de regras de jogo claras. Essa meta era impossível de ser alcançada em um contexto de inflação descontrolada, como o vivenciado pela economia argentina. Assim, a implementação da conversibilidade era concebida por Cavallo como um mecanismo “transitório”²², que envolvia a criação de uma nova moeda, lastreada no dólar americano. O valor dessa moeda era fixado em relação àquela moeda estável e segura. O objetivo da medida era gradualmente construir a credibilidade na moeda argentina por meio do uso de uma regra monetária. Como argumenta Cavallo (2018):

A chave era a reforma monetária, que derrotaria a hiperinflação e asseguraria uma estabilidade de preços sustentável. Um sucesso imediato contra a hiperinflação garantiria o apoio necessário do público e dos líderes políticos. Em seguida, seria preciso usar esse suporte com sabedoria e rapidez para implementar as reformas que levariam a Argentina a um período de crescimento econômico sustentável. (CAVALLO 2018, p. 194).

²¹ A Lei de Conversibilidade estabelecia explicitamente que era necessário ter reservas internacionais correspondentes a pelo menos 100% da base monetária.

²² Dornbusch (1997) compartilhou o ponto de vista de Cavallo de que não se deve manter um regime de câmbio fixo por muito tempo. Ao se referir à experiência do México, ele expressou a famosa frase “*crawl now, or crash later*”.

Cavallo, quem foi em parte influenciado pelas ideias de Hayek²³ e de Friedman, concebia a conversibilidade como um regime transitório²⁴ que garantisse a liberdade de escolha da moeda, o que, em última instância, implicava que o governo não mais teria o poder monopolístico sobre o dinheiro. Para que o regime funcionasse, era necessário contar com um Banco Central responsável e independente, que desempenhasse a função de restaurar a confiança das pessoas no peso argentino. (CAVALLO e CAVALLO RUNDE, 2018).

Os resultados em termos de estabilização da economia argentina foram notáveis. De fato, conforme destacado por Hanke e Schuler (1994), os primeiros quatro anos da conversibilidade argentina foram altamente bem-sucedidos, tornando-se um exemplo clássico dos benefícios da adoção de um conselho monetário (*currency board*) para conter a alta inflação. Além disso, o país experimentou uma significativa recuperação econômica, registrando taxas sólidas de crescimento, as quais foram interrompidas em 1995, principalmente devido à crise mexicana. Isso levou a economia argentina a uma severa recessão, com um crescimento negativo de 3% no final do ano de 1995. Após se recuperar em 1996-1997, a economia entrou novamente em recessão em 1998-1999, dessa vez sendo afetada por condições internacionais adversas, como a crise asiática, o default da dívida russa e a desvalorização do real brasileiro (principal parceiro comercial da Argentina), além do aumento das dúvidas sobre a capacidade do país de lidar com seus problemas fiscais e externos. Essa situação culminou na saída do regime de conversibilidade em dezembro de 2001, dando origem a uma das piores crises da história argentina (DAMIL, FRENKEL e MAURIZIO, 2002).

Segundo dados oficiais fornecidos pelo INDEC, a taxa média de inflação durante todo o período de vigência da conversibilidade na Argentina (1991-2001) foi de 10,2% ao ano. No entanto, ao desconsiderarmos os anos de 1991 e 1992 devido à inflação inercial existente (CAVALLO, 1995, 1996), os resultados se tornam ainda mais surpreendentes, com uma taxa média anual de inflação de apenas 1,2%, valor significativamente inferior à média mundial de inflação. Conforme evidenciado na tabela, ao analisar os valores de 1991 a 1998, observa-se um crescimento anual do produto interno bruto de 5,4%. No entanto, ao considerar todo o período, esse crescimento diminuiu para 3,4%.

²³ HAYEK, F. A. (1976). *Denationalization of Money*. Third edition. Published by the Institute of Economic Affairs (1990).

²⁴ Cavallo, em seu artigo *Buscando el Régimen Monetario Apropriado para Economías Emergentes*(2003), mencionou que a conversibilidade deve ser uma regra monetária transitória e não permanente, alertando que o grau de conversibilidade de um país emergente deve ser restrito para que o Banco Central tenha a possibilidade de conduzir uma política monetária independente por meio da flexibilidade da taxa de câmbio. Ele argumentou que esses tipos de países devem sair do regime de câmbio fixo o mais rápido possível, antes que um influxo persistente de capital estrangeiro leve a uma valorização da moeda nacional.

É relevante destacar que o desemprego foi a variável com pior desempenho, apresentando um crescimento contínuo ao longo da década, com um aumento de aproximadamente 11% no período. Essa tendência pode ser parcialmente atribuída à exclusão do mercado de trabalho de trabalhadores não qualificados do setor público, devido às privatizações ocorridas.

Além disso, desde 1996, as taxas de juros domésticas argentinas (reais) têm sido relativamente altas e voláteis, superando, em média, as taxas do Chile, um país que adotou uma política de maior flexibilidade cambial. Esse dado é interessante, pois muitos acadêmicos acreditam que os regimes cambiais fixos tendem a ter taxas de juros mais baixas e estáveis em comparação com outros regimes, devido ao menor risco de desvalorização cambial²⁵.

4.2 Argentina Após a queda do Plano de Conversibilidade

No final de 2001, após o fim da conversibilidade, a gestão da economia argentina deixou de seguir uma regra explícita de política monetária e passou a adotar uma abordagem discricionária, na qual as autoridades monetárias passaram a ter maior flexibilidade e autonomia para tomar decisões relacionadas às taxas de juros, oferta de moeda e outras medidas de controle da inflação e estímulo econômico.

A literatura acadêmica aponta quatro causas fundamentais para a insustentabilidade do Plano de Conversibilidade argentino. Primeiramente, destaca-se a rigidez da regra monetária, a qual restringiu a capacidade do Banco Central de ajustar a política monetária diante de choques externos, dificultando assim a resposta adequada às mudanças nas condições econômicas. Em segundo lugar, a inconsistência fiscal gerada pela alta dívida pública representou um fator significativo. O crescimento do gasto público excedeu o crescimento das receitas, acarretando déficits fiscais persistentes. Como resultado, o governo argentino se viu obrigado a recorrer ao endividamento, ocasionando um substancial aumento na dívida pública. Em terceiro lugar, a supervalorização da moeda argentina representou uma causa relevante. Essa supervalorização resultou na elevação dos preços dos produtos domésticos em relação aos importados, comprometendo a competitividade da indústria nacional. Consequentemente, ocorreu um aumento nas importações, uma redução nas exportações e um agravamento do déficit comercial. Por fim, a quarta causa apontada é a forte dependência de financiamento externo. Tal dependência gerou uma vulnerabilidade significativa para a economia do país, uma vez que a

²⁵ Calvo (1999) aponta a que a natureza dos choques externos não é independente do regime cambial, e países com regimes mais críveis enfrentam choques mais suaves. Economias com regimes cambiários fixos tendem a ser menos propensas à contágio e, portanto, tendem a ter taxas de juros mais baixas e estáveis.

desvalorização da moeda local aumentou consideravelmente o peso da dívida denominada em moeda estrangeira, tornando-a mais difícil de ser quitada. O descompasso entre o crescimento do gasto público em relação às receitas resultou em déficits fiscais, o que ocasionou um aumento na dívida pública e uma desaceleração da atividade econômica (LEVY YEYATI, 2001; HEYMANN e TOMASSI, 2003, CAVALLO, 2004 e 2018).

Após a alta inflação em 2002²⁶, impulsionada pela forte tendência de desvalorização da taxa de câmbio nominal, a economia argentina rapidamente retornou a níveis baixos de inflação e começou a mostrar sinais de recuperação econômica. Segundo Frenkel (2003), isso pode ser explicado pela existência de um tipo de câmbio real competitivo na economia.

De acordo com dados oficiais, entre dezembro de 2001 e junho de 2003, a taxa de câmbio nominal aumentou 195%, enquanto o índice de preços ao consumidor (IPC) aumentou apenas 44%. Como bem observa Frenkel (2003), isso indica que o *pass-through* foi o menor na história das grandes depreciações na Argentina, evidenciando que, apesar da forte depreciação da taxa de câmbio, o impacto nos preços internos foi relativamente baixo em comparação com episódios anteriores da história do país²⁷. Nesses anos, as quedas nas taxas de juros foram acompanhadas pela estabilização dos tipos de câmbio nominal e real, assim como por um crescimento significativo do PIB.

Com relação à política monetária implementada pelo Banco Central da República Argentina (BCRA) nesse período, ela foi do tipo discricionário e baseou-se na definição de metas quantitativas para a expansão dos agregados monetários, as quais eram apresentadas anualmente em um programa ao Congresso Nacional. As metas eram aplicadas à base monetária até dezembro de 2005, mas a partir de janeiro de 2006, passaram a ser aplicadas ao agregado monetário M2.

Em um artigo sobre a política monetária e financeira da Argentina durante a crise, Redrado (2010) justifica a escolha das metas para a expansão dos agregados monetários devido à alta volatilidade da taxa de juros real experimentada pela economia após a crise econômica de 2001. Nesse sentido, a elevada volatilidade da taxa de inflação, juntamente com o default tanto da dívida pública como privada, dificultava a determinação da taxa de juros de referência.

²⁶ Segundo dados oficiais (INDEC), a taxa de inflação em 2002 foi de 40,9%, atingindo um pico de 10,4% mensal no mês de abril.

²⁷ No livro "*Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina*", Frenkel e Friedheim (2018) explicam esse fenômeno pela longa estabilidade de preços durante a década em que o regime de caixa de conversão foi mantido, assim como pela ausência de mecanismos indexadores herdados desse dele, juntamente com o elevado desemprego que limitou a reação salarial (DAMILL, DANCOURT e FRENKEL, 2018).

A política monetária era discricionária e estava subordinada aos requisitos da política cambial, que se baseava na "flutuação administrada" da taxa de câmbio ²⁸. Nessa abordagem, o Banco Central realiza intervenções frequentes no mercado cambial para influenciar a cotação do peso em relação ao dólar e manter a taxa de câmbio dentro das bandas pré-estabelecidas.

Conforme argumentam Heymann e Ramos (2010):

As políticas monetárias após a crise foram baseadas em uma análise que enfatizava a necessidade de manter a volatilidade da taxa de câmbio (especialmente para baixo) dentro de limites estreitos. Além disso, reconhecia-se que as incertezas sobre os mecanismos de transmissão das políticas monetárias, em um setor financeiro pequeno e ainda frágil, poderiam complicar consideravelmente a administração de políticas baseadas na taxa de juros (HEYMANN e RAMOS, 2010, p. 22).

Durante o período de 2003 a 2007, a política monetária baseada em metas quantitativas e a manutenção de uma taxa de câmbio real competitiva gerou um alto crescimento econômico, aumento dos salários reais e saneamento do sistema financeiro interno, juntamente com superávit externo e fiscal²⁹. Essas medidas também contribuíram para manter a inflação em níveis relativamente baixos, embora com uma tendência crescente. Outrossim, se iniciou um processo de acumulação de reservas externas, o qual surgiu como um mecanismo de segurança adotado pelos países emergentes para enfrentar crises de liquidez transitórias. (HEYMANN e RAMOS, 2010; REDRADO, 2010; FRENKEL, 2013).

A partir do ano de 2007, as políticas fiscais cada vez mais expansionistas começaram a deteriorar as contas fiscais e externas da economia, tornando-as deficitárias. Além disso, a crise financeira iniciada em 2007 no segmento de hipotecas subprime no sistema financeiro dos Estados Unidos teve um impacto negativo no crescimento da economia argentina, resultando principalmente em uma forte queda no valor das exportações.

Ressalte-se, ainda que a inflação começou a se elevar rapidamente, atingindo níveis superiores a 20% em todos os anos, exceto em 2009, o que se tornou um problema crônico para a economia argentina. Na tentativa, porém sem sucesso, de reduzir a inflação, foram implementados controles e acordos de preços e salários, os quais se mostraram ineficazes. Buscando ganhar aceitação popular, o governo passou a adulterar os dados estatísticos sobre a inflação, resultando em medições alternativas por parte de consultorias privadas devido à falta

²⁸ Conforme apontam Frenkel e Rapetti (2010), a flutuação administrada é um conceito impreciso e está longe de ser univocamente definido, mas geralmente é incluída na categoria de regimes intermediários.

²⁹ Conforme apontado por Frenkel e Rapetti (2018), a depreciação real foi fundamental para a configuração de um cenário de "superávits gêmeos", tanto externo quanto fiscal, invertendo a tendência observada nos anos 90. A taxa de câmbio real elevada permitiu uma situação altamente superavitária no comércio e na conta corrente do balanço de pagamentos, além da acumulação de reservas. É importante ressaltar que o aumento dos preços das commodities de exportação contribuiu para essa melhora a partir de 2004 (DAMILL, DANCOURT e FRENKEL, 2018, p. 39).

de confiança nos dados oficiais. Isso elevou as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos e dificultou ainda mais a redução da inflação.

Com o objetivo de evitar a desvalorização do peso e conter a perda de reservas internacionais que havia começado no ano anterior, o governo implementou, a partir de 2012, controles no mercado de câmbio. No entanto, essas medidas tiveram como efeito aumentar a diferença entre a taxa de câmbio oficial e a taxa de câmbio no mercado paralelo, incentivando o surgimento de um mercado negro para especulação cambial. A restrição à entrada de capitais e a incerteza gerada por tais medidas, juntamente com as altas expectativas inflacionárias dos agentes econômicos, tiveram um impacto negativo na economia, resultando em estagnação econômica.

Dado que nosso objetivo é analisar a política monetária, é interessante refletir sobre as possíveis causas que explicam o aumento da inflação nesse período. A corrente mais ortodoxa vê a causa da inflação na expansão monetária discricionária iniciada no ano 2003 decorrente do aumento dos gastos públicos (HEYMANN e RAMOS, 2010; ARGAÑARAZ, 2013). Essa explicação foi parcialmente aceita até mesmo por economistas que apoiam o "modelo de câmbio altamente competitivo" (DAMILL e FRENKEL, 2013; FRENKEL, 2008). Dentro da heterodoxia econômica, há várias explicações interessantes. Os autores Manzanelli e Schorr (2013) explicam a inflação devido ao aprofundamento da concentração e centralização do capital iniciado no ano 2002. Nesse sentido, argumentam que os preços aumentam mais onde há maior nível de concentração do capital (inflação oligopolista). Por sua vez, Amico (2008) conclui que, após a desvalorização de 2002 e a consequente queda dos salários reais, o período foi caracterizado por uma dinâmica interna de conflitos distributivos originados nas aspirações dos trabalhadores em obter maiores salários reais e nas respostas defensivas dos empresários para sustentar sua participação na produção. Por fim, a partir de uma perspectiva marxista, Astarita (2013) contempla a tese de que as condições da inflação argentina devem ser buscadas na quebra da restrição monetária que significou o fim da conversibilidade e a desvalorização desde 2002.

4.3 Regime de Metas de Inflação: 2016-2018

Ao assumir a presidência em 15 de dezembro de 2015, Mauricio Macri se deparou com uma situação econômica complicada. A economia enfrentou um período de estagflação a partir de 2011, com a implementação de rígidos controles de capitais em outubro do mesmo ano, o que restringiu os fluxos de entrada e saída de divisas e criou um mercado paralelo. Além disso, o déficit fiscal em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) estava próximo de 5,1% em 2015, e

os contribuintes sofriam com uma carga tributária excessivamente alta. A taxa de câmbio real continuou a se valorizar desde 2009, enquanto os preços dos serviços públicos (como eletricidade, gás, transporte público etc.) permaneceram significativamente defasados em relação à inflação, praticamente congelados desde 2003. A dívida externa também se encontrava em um estado de quase inadimplência devido a uma decisão desfavorável do sistema judiciário em relação aos investidores de títulos, após várias tentativas de reestruturação, e a economia enfrentava escassez de moeda estrangeira.

Toda essa problemática, em um contexto de taxas de inflação superiores a 30% ao ano, levou Macri a adotar medidas como a remoção dos controles de capitais, o que, infelizmente, resultou em um aumento ainda maior da inflação. Além do mais, Macri também optou por adotar um regime cambial mais flexível, e o governo também demonstrou a intenção de reduzir o déficit fiscal, restabelecendo um sistema coerente de tarifas de serviços públicos. Com o objetivo de tornar a luta contra a inflação um dos pilares fundamentais de seu governo, ele nomeou o acadêmico Federico Sturzenegger como presidente do Banco Central.

Em 26 de setembro de 2016, o Regime de Metas de Inflação foi oficializado, marcando o início das políticas explícitas que entraram em vigor em fevereiro de 2017. O Ministério de Economia era responsável por definir as metas, as quais eram anunciadas abertamente pelo BCRA, que era uma entidade independente³⁰ encarregada de utilizar instrumentos de política monetária para alcançar seu objetivo de controle da inflação.

Especificamente, a taxa de juros de curto prazo era utilizada para controlar a inflação. A partir de 02 de janeiro de 2017, a taxa LEBAC, que consistia em títulos emitidos pelo Banco Central com prazo de 35 dias, foi substituída como taxa de juros de referência para a condução da política monetária pelo centro do corredor de operações compromissadas em pesos, com prazo de 7 dias. Utilizando essa taxa de juros, que estava sob seu controle, o Banco Central buscava influenciar o nível de preços por meio dos diferentes canais de transmissão da política monetária.

A estratégia do Banco Central era fazer com que a oferta de dinheiro se ajustasse de forma endógena. Para alcançar esse objetivo, estabelecia a taxa de juros de curto prazo como seu alvo e modificava a oferta de dinheiro conforme necessário para manter a taxa de juros no nível desejado. Por exemplo, se houvesse a expectativa de uma redução na inflação e uma diminuição na demanda por dinheiro por parte dos agentes econômicos, o Banco Central reduziria a emissão de pesos para manter a estabilidade da taxa de juros. Através desse

³⁰ Segundo Sturzenegger (2009), a independência do Banco Central argentino era de fato limitada, uma vez que o presidente da nação tinha a capacidade de remover facilmente o presidente da instituição.

mecanismo, buscava-se reduzir as expectativas de inflação e, conseqüentemente, controlar a própria inflação. Ao manter a estabilidade da taxa de juros e ajustar a oferta monetária de forma endógena, o objetivo era diminuir as expectativas de inflação e alcançar uma maior estabilidade econômica (CACHANOVSKY e MAZZA, 2021; STURZENEGGER, 2019). A vantagem de utilizar esse mecanismo de transmissão é que as alterações na oferta de dinheiro estão melhor alinhadas com as mudanças na demanda por dinheiro. No entanto, a desvantagem é que o Banco Central tem menos controle sobre as variáveis monetárias e, conseqüentemente, na redução da inflação, devido à forma como os choques podem afetar a economia (STURZENEGGER, 2019)

O principal objetivo do BCRA (Banco Central da República Argentina) consistia em assegurar que a adoção oficial do regime de metas de inflação fosse capaz de alinhar as expectativas dos agentes econômicos com as metas estabelecidas para os próximos anos. A Tabela 1 apresenta os limites inferiores e superiores do regime de metas de inflação argentino, comparando-os com a inflação real do período, medida por fontes oficiais. No ano de 2017, o Banco Central anunciou uma faixa de inflação tolerável entre 12% e 17%; entretanto, a taxa de inflação observada ultrapassou o limite superior estabelecido, atingindo 7,8% acima desse valor. No ano de 2018, a faixa inicialmente estabelecida foi entre 8% e 12%, porém a taxa de inflação real superou significativamente o limite superior, chegando a ser 35,6% maior que dito limite. No ano de 2018, o regime de metas de inflação foi abandonado. Pode observar-se que a taxa de inflação real atingida no ano de 2019 é absurdamente maior à previsão feita no momento da construção das metas.

Tabela 1 – Metas de inflação e taxa de inflação efetiva

Ano	Limites Inferior e Superior (%)	Taxa de inflação Real (%)
2017	12,0 a 17,0	24,8
2018	8,0 a 12,0	47,6
2019	3,5 a 6,5	53,8

Fonte: Elaboração própria em base a dados do Ministério de Economia (2018).

Para compreender o motivo do fracasso do regime de metas de inflação argentino, é importante considerar que a sua eficácia está intrinsecamente ligada à credibilidade que os agentes econômicos atribuem às políticas e ações adotadas pelo Banco Central para controlar a

inflação. Dentre as explicações frequentemente registradas na literatura acadêmica, destacam-se as seguintes:

a) Metas ambiciosas com revisões constantes e percepção de falta de independência do Banco Central: Como consequência, não foram cumpridas por margens significativas e passaram por várias revisões, sempre sendo ajustadas para cima. Em 28 de dezembro de 2017, durante uma coletiva de imprensa, o Presidente do Banco Central, Federico Sturzenegger, juntamente com o Chefe de Gabinete, Marcos Peña, o Ministro da Fazenda, Nicolás Dujovne, e o Ministro da Economia, Luis Caputo, anunciaram metas de inflação mais elevadas. Esse evento desempenha um papel crucial na compreensão do fracasso do regime na Argentina. Em dezembro de 2017, a taxa anual de inflação atingiu 24,8%, superando a meta estabelecida para aquele ano, que era de 14,5% com uma margem de 2,5%. A maneira como as autoridades fizeram o anúncio foi amplamente interpretada como uma interferência por parte do poder político na independência do Banco Central, o que teve consequências negativas em sua credibilidade, resultando em um aumento nas expectativas inflacionárias por parte dos agentes econômicos. Como mencionam Cachanosky e Mazza (2021), as constantes revisões para cima das metas reduziram a credibilidade e geraram um ciclo de expectativas inflacionárias negativas, resultando em um aumento na inflação real. Isso ocorre porque as expectativas inflacionárias desempenham um papel crucial no comportamento dos agentes econômicos e podem se concretizar, influenciando os índices de inflação observados.

b) Dessincronização entre o processo deflacionário e o equilíbrio fiscal: o aumento do déficit fiscal combinado com a busca por um crescimento econômico mais rápido por meio da redução das taxas de juros contribuiu para o aumento das expectativas inflacionárias. Os agentes econômicos antecipam que o financiamento do déficit resultará em um aumento da oferta de dinheiro e, conseqüentemente, em pressões inflacionárias.

c) Preocupações em relação às promessas de emissão futura e suas consequências nas expectativas inflacionárias: as emissões das Letras do Banco Central da República Argentina (LEBACs) foram realizadas como parte de um programa projetado para absorver o excesso de liquidez no mercado de pesos e controlar a inflação. Essas emissões atingiram seu ponto máximo em 2018 e começaram a gerar preocupação, pois representavam uma promessa de emissão

futura. Isso, por sua vez, implicou uma maior expectativa de inflação futura por parte dos agentes econômicos.

Após o fracasso desse regime, tem surgido uma discussão relevante na literatura acadêmica sobre a adequação dos pré-requisitos necessários para a implementação bem-sucedida desse regime, considerando que as condições iniciais de inflação na Argentina divergem das vivenciadas pela maioria dos países que adotaram tal regime. No entanto, apesar da escassez de dados empíricos sobre o papel do Regime de Metas de Inflação no combate à inflação crônica, a literatura especializada argumenta que períodos com taxas moderadas ou altas de inflação frequentemente levam à adoção de mecanismos de indexação explícita ou implícita nos contratos, como forma de lidar com a inércia inflacionária. Essa prática de indexação tem o propósito de ajustar os contratos com base na inflação passada, protegendo os valores nominais em um ambiente inflacionário.

Enquanto a maioria dos países implementou o regime quando a taxa de inflação já estava baixa, com o objetivo de mantê-la estável, a Argentina o adotou em um momento de inflação elevada como uma estratégia para combater a inflação crônica e alcançar uma taxa mais baixa e estável (De GREGORIO, 2019). A única exceção é o caso da Turquia, que adotou o Regime de Metas de Inflação com uma taxa de inflação acima de 30% e acabou convergindo para uma inflação de 8% e finalmente terminou abandonando o regime no ano de 2014. No entanto, segundo a classificação *de facto* dos regimes de política monetária proposta por Cobham (2018), a versão implementada por esse país era muito mais flexível do que a versão estrita aplicada pela Argentina, tornando-os incomparáveis (COBHAM, 2018).

Em relação ao mencionado acima, em um artigo publicado após o fracasso do regime, Sturzenegger (2019) justificou a adoção de um Regime de Metas de Inflação pelo fato de que implementar uma política monetária *mainstream*, alinhada com as práticas internacionais, seria "a maneira mais fácil de construir credibilidade para o país" (STURZENEGGER, 2019, p.11).

No entanto, tanto a credibilidade como os resultados macroeconômicos na Argentina foram substancialmente diferentes dos experimentados por outras economias da região. Enquanto a maioria dos países do continente obteve relativo sucesso na estabilização da inflação por meio da implementação das Metas de Inflação, a experiência argentina foi de curta duração e fracassou em alcançar o objetivo desejado. Apenas 25 meses após sua implementação, o Regime de Metas de Inflação foi formalmente abandonado³¹ e substituído

³¹ Conforme mencionado por Libman e Palazzo (2019), as únicas exceções antes do fracasso da Argentina foram a Espanha e a República Eslovaca, que adotaram o euro em 1999 e 2008, respectivamente. De acordo com a classificação de facto de Cobham (2018), a Turquia também se tornou uma exceção em 2014.

por um esquema de Metas Monetárias, devido a uma crise cambial na qual o próprio regime não foi capaz de conter.

5 EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

5.1 Período 1990 a 1992

Durante os anos 80 e início da década de 90, a economia brasileira enfrentou uma profunda crise econômica, caracterizada por períodos prolongados de recessão econômica e altas taxas de inflação. Nesse período, o Banco Central do Brasil (BACEN) era amplamente reconhecido como uma das instituições monetárias com menor autonomia na região (CUKIERMAN, WEBB e NEYAPTI, 1992)

Durante o mandato presidencial de Fernando Collor de Mello, que compreendeu o período de 1990 a 1992, foram adotadas medidas políticas, como a abertura da economia e as privatizações³², com o objetivo de diminuir os gastos públicos e a dívida pública e reestruturar o parque industrial brasileiro.

O processo de abertura econômica envolveu a liberalização cambial e comercial. A taxa de câmbio deixou de ser controlada e passou a ser flutuante, o que significa que o Banco Central não promovia desvalorizações cambiais para aumentar a competitividade da indústria no exterior. Além disso, a liberalização comercial, por meio da redução de restrições e barreiras comerciais, facilitou o intercâmbio de bens e serviços com outros países, o que resultou no aumento da competição externa.

Para alcançar a estabilização monetária, foram implementados dois planos: o Plano Collor I, lançado em março de 1990, e posteriormente o Plano Collor II, de fevereiro de 1991. Ambos os planos fracassaram em alcançar seu objetivo desinflacionário. O Plano Collor I, o mais conhecido, adotou medidas fiscais contrativas, congelamento escalonado de preços e salários, manteve o câmbio flutuante e implementou a polêmica medida de bloqueio da liquidez da economia, conhecida como "confisco da poupança". Essa medida bloqueava todos os investimentos financeiros acima de 1200 dólares entre março de 1990 e setembro de 1991, com o objetivo de devolvê-los em 12 parcelas corrigidas monetariamente, visando reduzir a quantidade de moeda em circulação para controlar a inflação. Embora a medida tenha inicialmente conseguido reduzir a inflação, o PIB brasileiro registrou uma queda de cerca de 8% no segundo trimestre de 1990. Diante do impacto negativo na economia, o governo decidiu liberar a poupança confiscada após 45 dias, reconhecendo que o confisco estava afetando negativamente o consumo e o investimento, agravando a recessão econômica.

³² Por esse motivo, foi lançado em 1990 o Plano de Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE).

5.2 Plano Real: 1993 – 1999

O Plano Real brasileiro foi extremamente bem-sucedido no combate à inflação. Embora tenha sido lançado em 1º de julho de 1994, seu planejamento e condições prévias para implementação datam de 1993. No que diz respeito à inflação, era amplamente aceito entre os economistas brasileiros que ela era predominantemente inercial (SIMONSEN 1970, ARIDA 1985). Essa visão se baseava na premissa de que a inflação atual é determinada pela inflação passada, desconsiderando as expectativas dos agentes em relação à inflação futura e na ausência de choques inflacionários.

A noção de inflação inercial originou-se das análises de Mário Henrique Simonsen sobre o problema da indexação. Em seu livro "*Inflação: gradualismo x tratamento de choque*" (RIO DE JANEIRO, APEC, 1970), Simonsen apresentou um modelo intuitivo que abordava a inércia inflacionária, utilizando a experiência brasileira de combate à inflação no período de 1964 a 1969 como estudo de caso. Ele destacou que a disseminação generalizada da correção monetária foi um dos fatores que retardaram a estabilização de preços. Simonsen argumentou que o mecanismo de correção monetária era um obstáculo para alcançar uma verdadeira estabilidade monetária. Conforme mencionado por Mauro Boianovsky (2022), o modelo de Simonsen implicava que, “mesmo que as expectativas inflacionárias chegassem a zero, o mecanismo inercial de retroalimentação continuaria em funcionamento devido ao escalonamento salarial no processo de indexação” (BOIANOVSKY, 2022, p.17).

A implementação do Plano Real foi concebida como um programa dividido em três etapas. A primeira etapa visava corrigir o desequilíbrio fiscal, identificado como uma das principais causas da inflação. Para atingir esse objetivo, foram estabelecidas medidas para aprimorar as contas fiscais do país. Nesse sentido, foram criados dois programas: o Plano de Ação Imediata (PAI), lançado em maio de 1993, e o Fundo Social de Emergência (FSE), em março de 1994. A segunda, por sua vez, consistiu na desindexação da economia, adotando-se uma quase-moeda denominada Unidade Real de Valor (URV)³³. Essa medida visava combater o componente inercial da inflação em um contexto de hiperinflação e restabelecer a função de unidade de conta da moeda. A URV desempenhava a função de uma "quase-moeda", sendo utilizada como unidade de conta e reserva de valor, mas não era considerada meio de troca. Era constantemente reajustada com base em índices de inflação, tais como IPC, IPCA e IGP-M, os

³³ É importante mencionar que a URV nunca existiu fisicamente como moeda, isto é, não havia cédulas de URV em circulação. Em vez disso, a URV desempenhava um papel de unidade de conta e reserva de valor, funcionando como uma referência para a conversão monetária. Essa abordagem permitiu estabelecer um padrão estável de valor durante a transição para o Plano Real, ajudando a combater a inflação inercial e eliminar distorções nos preços relativos.

quais eram calculados diariamente e anunciados via relatórios pelo Banco Central para toda a sociedade, com o objetivo de eliminar as distorções nos preços relativos causadas pelas ações dos agentes. No dia 1º de março de 1994, foi estabelecida a taxa de câmbio de 1 URV equivalente a CR\$ 647,50, representando a relação cambial entre o cruzeiro real e o dólar americano. No entanto, devido ao processo de hiperinflação, em 30 de junho de 1994, apenas 4 meses após sua implementação, a taxa de câmbio de 1 URV chegou a equivaler a CR\$ 2.750,00, evidenciando uma significativa desvalorização cambial. Após a implementação do ajuste fiscal e o processo de desindexação em andamento, no dia 1º de junho de 1994, iniciou-se a terceira etapa do programa, na qual o Real foi introduzido como a nova moeda do Brasil, estabelecendo uma paridade de 1 para 1 em relação ao dólar americano. Além disso, todos os preços que eram anteriormente expressos em Cruzeiros Reais foram convertidos para Reais, levando em consideração o valor da URV do dia.

Para garantir o sucesso do Plano Real, foram adotadas uma série de medidas monetárias e cambiais, destacando-se a implementação de um sistema de metas monetárias para controlar a expansão da base monetária. Foram estabelecidos limites trimestrais para a expansão monetária em reais. A partir do primeiro trimestre de 1995, esse procedimento foi substituído por uma programação monetária que incluía projeções trimestrais para a expansão da base monetária, M1 e M4 (o agregado monetário mais amplo). Essas projeções eram formuladas pelo Banco Central e submetidas ao Congresso Nacional para avaliação, após a aprovação pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Com o objetivo de reduzir a demanda agregada, foi necessária a adoção de taxas de juros elevadas. Também foram introduzidas mudanças institucionais no funcionamento do Conselho Monetário Nacional, buscando conceder maior autonomia ao Banco Central para realizar a política monetária. Além disso, a política de abertura da economia, que havia sido iniciada no início da década de 90, foi mantida e ampliada. Como resultado das reformas, houve um significativo aumento nos fluxos de capital líquidos, o que impulsionou o valor do Real para 84 centavos por Dólar até o final de 1994. Essa entrada de capital contribuiu para o aumento das reservas internacionais, fortalecendo a posição econômica e financeira do país no cenário global, gerando como efeito colateral o encarecimento dos custos dos serviços das dívidas interna e externa. (GIAMBIAGI, 2011).

O regime de taxa de câmbio adotado não era estritamente fixo, mas sim um regime de câmbio fixo ajustável dentro de bandas cambiais ou uma taxa de câmbio fixa "administrada". Nesse tipo de regime são estabelecidos limites superiores e inferiores para as variações da taxa de câmbio, permitindo que a taxa flutue livremente dentro desses limites em torno de uma taxa de referência. Conforme mencionado por Lima, Maka e Mendonça (2015), no início do Plano

Real, a taxa de câmbio nominal do real em relação ao dólar flutuava dentro de um intervalo definido pelas autoridades monetárias. Isso proporcionava certa margem de manobra ao sistema de câmbio e permitia uma adaptação gradual da taxa de câmbio às flutuações das condições econômicas. Embora o real tenha sido introduzido na taxa de 1 para 1 em relação ao dólar americano, não havia um compromisso oficial com nenhuma política cambial específica. Inicialmente, o Banco Central não interveio no mercado de câmbio e o real se valorizou em relação ao dólar. Foi somente na segunda quinzena de setembro de 1994 que o Banco Central começou a intervir no mercado cambial toda vez que a taxa de câmbio se aproximava dos limites das bandas cambiais.

A implementação da âncora cambial tinha como objetivo gerar credibilidade aos agentes econômicos em relação à nova moeda. Amann e Baer (2002) mencionam os benefícios da adoção de uma âncora cambial. Em primeiro lugar, ela influencia as expectativas dos agentes econômicos, desencorajando a especulação contra a moeda quando respaldada por reservas estrangeiras. Em segundo lugar, se acompanhada por um regime comercial liberalizado, tende a controlar os preços internos dos bens comercializáveis, uma vez que a competição estrangeira impulsiona os produtores nacionais a aumentarem sua produtividade para sobreviver à concorrência das importações e manter ou expandir sua posição no mercado internacional. Por último, devido à necessidade de manter a âncora cambial, as autoridades sentem-se obrigadas a adotar políticas fiscais e monetárias que sejam bem recebidas nos mercados de câmbio.

É importante destacar algumas diferenças significativas entre o Plano Real brasileiro e o Plano de Conversibilidade argentino. É importante destacar, inicialmente, que o Banco Central do Brasil não garantia a conversibilidade entre o dólar americano e o real, nem permitia a realização de pagamentos em dólares para transações na economia local, diferentemente do que acontecia na Argentina. Além do mais, a relação entre a base monetária e os movimentos das reservas internacionais era menos rígida em comparação ao caso argentino. Ao contrário da Argentina, no Brasil não havia uma legislação que estabelecesse uma relação fixa entre as reservas internacionais e a base monetária. Isso significava que o Banco Central brasileiro, ao contrário do que ocorria na Argentina, contava com um certo grau de discricionariedade em sua política monetária, uma vez que a taxa de câmbio nominal entre o real e o dólar não estava estabelecida por lei.

O processo de abertura cambial, juntamente com o valor apreciado do Real, resultou na entrada de produtos importados, o que funcionava como um amortecedor para possíveis pressões inflacionárias. O sucesso do Plano Real pode ser evidenciado pela efetiva redução da

inflação, pelo crescimento econômico alcançado, pela inserção do Brasil na economia global e pela confiança conquistada dos agentes econômicos na nova moeda.

Em relação aos fundamentos teóricos do Plano Real, o artigo intitulado *Inertial inflation and monetary reform in Brazil*, escrito por Persio Arida e André Lara-Resende em 1985, desempenhou um papel de extrema importância. Este estudo foi originalmente apresentado durante uma conferência internacional sobre inflação e indexação organizada pelo renomado economista britânico John Williamson em dezembro de 1984. O artigo abordou os desafios decorrentes da inflação inercial no Brasil e apresentou propostas de soluções para uma reforma monetária eficiente.

Muitos economistas associados à ortodoxia, como Friedman e Sargent, eram céticos em relação ao possível sucesso do mencionado plano, considerando-o uma medida "cosmética" assim como a retenção do *retenmark* alemão (BOIANOVSKY, 2020). No entanto, Williamson (2004) faz menção ao citado artigo de Persio Arida e André Lara-Resende na nota de rodapé número 14, enfatizando que o Plano Real foi um exemplo em que o Brasil se "beneficiou" de uma abordagem monetária heterodoxa:

Em particular, concordo que os países às vezes podem se beneficiar de abordagens heterodoxas. No *Institute for International Economics*, realizamos uma conferência em que discutimos as ideias que posteriormente levaram à criação do Plano Real. Nosso objetivo era garantir que, se o Brasil implementasse o plano, ele não seria sabotado pelas políticas ultrapassadas do FMI. Na minha opinião, o Plano Real foi um dos planos mais brilhantes daqueles considerados heterodoxos pelos quais Rodrik se entusiasma, e era totalmente específico para o país. Sua essência não residia no uso da taxa de câmbio como âncora nominal, que foi um acréscimo infeliz posterior, mas sim no uso da unidade de indexação como a nova unidade monetária após uma reforma monetária. (WILLIAMSON 2004, p.15).

Por sua vez, Almeida e Bonomo (2002) ressaltam o caráter impressionante do sucesso do Plano Real, levando em consideração a baixa credibilidade por parte dos agentes econômicos devido às contínuas falhas dos planos de estabilização brasileiros prévios³⁴.

Em termos de estabilidade de preços, o Plano Real foi extremamente bem-sucedido. A taxa de inflação apresentou uma queda significativa, saindo de valores de quatro dígitos em 1993 para dois dígitos em 1994. Essa trajetória de declínio continuou de forma consistente, com a taxa de inflação sendo reduzida de 14,8% em 1995 para alcançar o índice de apenas 1,7% em 1998. Acrescente-se, ainda, que, em relação à atividade econômica, assegurou um crescimento positivo do PIB durante o período de 1995 a 1998.

³⁴ As duas tentativas prévias de estabilização monetária na década de 1990 foram os Planos Collor I e Collor II, conhecidos como Plano Collor I e Plano Collor II, respectivamente.

A literatura mostra que em economias com grande mobilidade de capitais, as taxas de câmbio fixas (ou fixas administradas) são vulneráveis a choques externos, e o Brasil não foi exceção a essa regra. A crise do Plano Real no Brasil foi resultado de uma série de fatores interligados. A manutenção de uma taxa de câmbio sobrevalorizada agravou problemas relacionados ao balanço de pagamentos do país. Essa sobrevalorização incentivou fortemente a importação de bens e serviços, enquanto desestimulava as exportações, revertendo os saldos comerciais positivos anteriormente observados. Além disso, o Brasil enfrentou mudanças adversas nas condições globais, como a crise asiática e o *default* russo. Esses eventos, combinados com uma taxa de câmbio apreciada, resultaram na saída de capitais do país e na redução das reservas internacionais. Para atrair investimentos e aumentar as reservas, foi realizado um aumento significativo nas taxas de juros entre outubro de 1997 e setembro de 1998, elevando-as de cerca de 18% para aproximadamente 25% ao ano. Essa medida visava tornar os investimentos mais atraentes e fortalecer as reservas do país. Entretanto, essa medida também teve como consequência o aumento do déficit fiscal nominal, o que gerou novos desafios para a economia brasileira. Quanto à inflação, observou-se um aumento de 1,7% em 1998 para 8,9% em 1999, ano em que ocorreu a saída do regime cambial fixo. Posteriormente, houve uma redução para 6% em 2000, seguida por um leve aumento para 7,7% em 2001.

Esses eventos resultaram em uma alteração nas condições macroeconômicas, aumentando a incerteza e minando a credibilidade dos agentes econômicos no regime. Edwards (2003) ressalta que em economias com regimes de câmbio fixo ou com bandas cambiais, como ocorreu no Brasil, os processos de ajuste diante de choques externos tendem a ser custosos. Isso se deve ao fato de que a resposta ideal a um choque negativo requer a implementação de políticas monetárias e fiscais restritivas, com o objetivo de restabelecer o equilíbrio externo. Porém, essas medidas restritivas têm um impacto negativo na atividade econômica, resultando em uma redução na produção e, conseqüentemente, no aumento do desemprego.

Após a saída do regime cambial em janeiro de 1999, vários economistas acadêmicos adotaram uma postura cética em relação aos regimes cambiais intermediários. Enquanto isso, as posições extremas, como a adoção de um regime super-fixo por meio de uma junta monetária ou dolarização, e taxas de câmbio flutuantes livres, ganharam popularidade. (EICHENGREEN, MASSON, SAVASTANO e SHARMA, 1999; SUMMERS, 2000; CALVO, 2001). Calvo (2001) apresenta uma justificativa teórica para descartar os regimes cambiais intermediários. Ele argumenta que em uma economia com mobilidade de capitais e informações imperfeitas, os agentes econômicos podem interpretar erroneamente os eventos no mercado global, resultando em rumores, corridas e pânico infundados. Para minimizar essa situação, é

necessário adotar uma postura política transparente e confiável. Segundo o autor, apenas dois tipos de regimes satisfazem esse requisito: os regimes puramente fixos, em particular a dolarização, e os regimes puramente flutuantes.

5.3 Metas de inflação

Durante a década de 90, verificou-se um considerável aumento no número de países em desenvolvimento que adotaram o regime de metas de inflação como parte de suas políticas monetárias, com o intuito de garantir a estabilidade de preços. Essa escolha se baseou na constatação de que tais países obtiveram uma redução significativa em suas taxas de inflação e alcançaram um desempenho comparável ao de nações desenvolvidas (BERNANKE, 1999).

Estabelecer e consolidar a credibilidade como uma instituição comprometida com a preservação da estabilidade dos preços é de extrema importância, uma vez que isso influencia as expectativas dos agentes econômicos, afetando as taxas de juros e câmbio e, conseqüentemente, o custo associado à redução da inflação em termos de perda de produção e emprego (DE MENDONÇA, 2007).

Mishkin (2004), por sua vez, argumenta que a adoção do regime pode levar a uma melhoria no desempenho econômico dos países em desenvolvimento, tendo em vista que a mudança no regime de política monetária requer reformas institucionais e econômicas que têm um impacto positivo na economia. Corbo et al. (2002) realizam uma comparação entre países que adotaram o regime de metas de inflação e aqueles que não o adotaram, e observam que os países que adotaram o regime apresentam um melhor desempenho diante de choques externos, além de ajudar a reduzir as taxas de sacrifício e a volatilidade do produto.

No caso do Brasil, o regime de metas de inflação foi oficialmente adotado a partir de 1999, conforme estabelecido pelo Decreto nº 3.088, assinado pelo Presidente da República em 21 de junho daquele ano. Segundo Fraga (2009), a adoção desse sistema no país pode ser entendida como o resultado de um processo de exclusão de alternativas, como a volta aos regimes de câmbio fixo ou “administrado”, a criação de uma nova *currency board*, a condução de metas monetárias e a implementação de uma política monetária sem meta explícita para a inflação.

Desde então, a política econômica brasileira tem se baseado em um regime denominado “tripé macroeconômico”, o qual é concebido como uma combinação de fixação de metas de inflação, um sistema de taxa de câmbio flutuante e uma política fiscal sólida baseada na redução

da relação entre dívida pública e PIB. Seu fundamento é o Novo Consenso Macroeconômico (NCM) entre os economistas do *mainstream*, que estabelece que uma taxa de inflação baixa e estável é condição necessária para o crescimento econômico e, portanto, é o principal e único objetivo da política monetária (SAWYER, 2009).

Este NCM é um conjunto de princípios fundamentais sobre os quais há amplo acordo tanto por economistas acadêmicos quanto pelos Bancos Centrais, que é resultado dos diversos debates recentes sobre o Keynesianismo, monetarismo, teoria neoclássica do crescimento, teoria do ciclo econômico real e expectativas racionais (TAYLOR, 1998, p.2).

Seus princípios são os seguintes: a inflação é sempre e em todo lugar um fenômeno monetário; a estabilidade de preços traz benefícios significativos; não há *trade-off* de longo prazo entre desemprego e inflação; as expectativas dos agentes desempenham um papel fundamental na determinação da inflação e na transmissão da política monetária para a macroeconomia; a taxa de juros real deve aumentar com o aumento da inflação; a política monetária enfrenta o problema da inconsistência temporal; a independência do Banco Central ajuda a melhorar a eficácia da política monetária; o compromisso com uma âncora nominal forte é crucial para obter resultados positivos na política monetária; as fricções financeiras desempenham um papel importante nos ciclos econômicos (MISHKIN, 2011, p.3).

De acordo com perspectiva do NCM, a discricionariedade “limitada” da política monetária desempenha um papel central no controle da inflação e as taxas de juros são ajustadas para atingir as metas de inflação estabelecidas. No entanto, essa abordagem não considera a política fiscal como um instrumento macroeconômico poderoso. Em vez disso, acredita-se que a política monetária deve agir primeiro e influenciar a política fiscal a se alinhar com as metas estabelecidas (MISHKIN, 2000).

No Regime de Metas de Inflação brasileiro, o Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão encarregado de estabelecer as metas de inflação, as quais são propostas pelo ministro da Fazenda. Por sua vez, o Banco Central é a instituição responsável por implementar as medidas necessárias para alcançar tais metas, utilizando como principal instrumento de controle a taxa básica de juros nominal, conhecida como taxa Selic. Dessa forma, o Banco Central adota medidas em resposta aos desvios da inflação em relação à meta estabelecida, por meio de ajustes nessa taxa.

Conforme explicado por Divino (2009), a regra geral consiste em aumentar a taxa de juros nominal de forma mais do que proporcional a qualquer expectativa de aumento na taxa de inflação acima da meta, com o objetivo de elevar a taxa de juros real. Esse mecanismo resulta na redução da demanda agregada e na desaceleração da atividade econômica, levando as

empresas a reduzirem os preços para evitar um excesso de oferta e mitigar as pressões inflacionárias na economia.

Um estudo conduzido por De Mendonça (2012), com base na construção de índices de transparência que consideram tanto perspectivas *forward-looking* quanto *backward-looking*, observou uma relação negativa entre transparência e inflação na economia brasileira após a adoção do regime de metas de inflação. O estudo concluiu que um Banco Central que comunica suas ações ao público de forma transparente permite que os agentes antecipem e compreendam melhor as decisões tomadas em relação à política monetária. Como consequência, eles ajustam suas expectativas e comportamentos de maneira mais adequada, evitando surpresas e reagindo de forma mais eficiente.

No caso do Brasil, é importante ressaltar que o regime de metas de inflação adotado possui características de publicidade e transparência: a) o Conselho Monetário Nacional (CMN), em conjunto com o Banco Central, estabelece a meta de inflação a ser perseguida para o período de um ano, com um anúncio antecipado de dois anos. A meta é expressa em termos percentuais e tem como referência o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA); b) além da meta central, é estabelecido um intervalo de tolerância em torno dessa meta. No Brasil, o Conselho Monetário Nacional (CMN) estabelece um intervalo de tolerância para cima ou para baixo em relação à meta central³⁵, com base em propostas do Ministro da Fazenda; c) o Banco Central do Brasil é responsável por executar as políticas necessárias para alcançar as metas estabelecidas; d) considera-se que a meta de inflação é cumprida quando a variação acumulada da inflação (medida pelo índice de preços adotado, no período de janeiro a dezembro de cada ano-calendário) está dentro do intervalo de tolerância estabelecido; e) quando a meta de inflação não é cumprida, o presidente do BACEN deve divulgar publicamente, por meio de uma carta aberta³⁶ ao Ministro da Fazenda, uma descrição detalhada das causas do descumprimento da meta, além de explicitar todas as medidas para garantir o retorno da inflação aos limites estabelecidos e o prazo em que se espera que as medidas tenham efeito; f) o Banco Central do Brasil deve divulgar, até o último dia de cada trimestre, um relatório de inflação voltado para a sociedade, abordando o desempenho do regime de metas de inflação, os resultados das decisões de política monetária passadas e a avaliação prospectiva da inflação. Esse relatório fornece informações essenciais para a compreensão das decisões de política

³⁵ De 1999 a 2003, o intervalo de tolerância era de 2 pontos percentuais. De 2003 a 2005, foi de 2,5 pontos percentuais. De 2006 a 2016, foi de 2 pontos percentuais. Desde o ano de 2016 até a atualidade, é de 1,5 pontos percentuais.

³⁶ As cartas abertas estão disponíveis no site do Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br>.

monetária; g) a divulgação das atas do Comitê de Política Monetária (Copom) permite que o público tenha acesso às discussões e deliberações ocorridas nas reuniões do comitê. Essas atas apresentam as análises e os argumentos que embasaram as decisões de política monetária, além de destacar as opiniões divergentes, quando houver.

Araújo e Aresti (2019) destacam algumas particularidades do regime de metas de inflação brasileiro. Em primeiro lugar, o Brasil se destaca como um dos poucos países que adotam um regime de metas de inflação com um horizonte de objetivo de inflação de apenas um ano. Essa característica tem uma implicação importante em termos de política monetária, pois exige uma resposta imediata do Banco Central do Brasil (BACEN) para mitigar os efeitos dos choques de oferta e manter a estabilidade dos preços. Além do mais, é importante destacar que durante o período analisado, o Banco Central do Brasil (BACEN) tinha como único objetivo explícito a garantia da estabilidade de preços, enquanto outros objetivos de política monetária, como o crescimento econômico, o bem-estar da população, o baixo desemprego e a estabilidade financeira, foram colocados em segundo plano. Por fim, destaca-se que no âmbito desse regime, observa-se uma baixa sensibilidade da inflação em relação à taxa de juros, o que implica na necessidade de taxas de juros ainda mais elevadas para alcançar os efeitos desejados sobre a inflação. Essa situação acarreta consequências negativas tanto para a dívida quanto para as taxas de câmbio.

Para compreender a efetividade do regime de metas de inflação adotado no Brasil, é essencial avaliar os resultados em relação à meta estabelecida e analisar as razões pelas quais ela não foi alcançada em anos específicos. Ao analisar os dados, constatamos que o sistema obteve um desempenho sólido ao longo do período de 1999 a 2018.

A tabela 2 apresenta as metas de inflação propostas, os limites inferiores e superiores estabelecidos, a taxa de inflação real (medida pelo IPCA), a dívida pública líquida e a taxa de crescimento anual da economia brasileira.

Tabela 2 – Metas de inflação, Taxa de inflação (IPCA), Selic, Dívida Pública Líquida e Taxa de crescimento anual para o período de 1999 a 2018

Ano	Meta (%)	Limites Inferior e Superior	Taxa de Inflação (IPCA)	Taxa Nominal Anual (SELIC)	Dívida Pública Líquida (em % do PIB)	Taxa de Crescimento Anual (%)
1999	8	6.0 a 10.0	8.94	19.0	45.5	0.3
2000	6	4.0 a 8.0	5.97	15.75	48.4	4.3
2001	4	2.0 a 6.0	7.67	19.0	51.5	1.3
2002	3.5	1.5 a 6.5	12.53	25.0	59.9	3.1
2003	4	1.5 a 6.5	9.3	16.5	54.3	1.3
2004	5.5	3.5 a 8	7.6	17.75	50.2	5.7
2005	4.5	2.5 a 7.5	5.69	18.0	47.9	3.1
2006	4.5	2.5 a 7.5	3.14	13.25	46.5	4.0
2007	4.5	2.5 a 6.5	4.46	11.25	44.6	6.0
2008	4.5	2.5 a 6.5	5.9	13.75	37.6	5.0
2009	4.5	2.5 a 6.5	4.31	8.75	40.9	-0.2
2010	4.5	2.5 a 6.5	5.91	10.75	38.0	7.6
2011	4.5	2.5 a 6.5	6.5	11.0	34.5	3.9
2012	4.5	2.5 a 6.5	5.84	7.25	32.2	1.8
2013	4.5	2.5 a 6.5	5.91	10.0	30.5	2,7
2014	4.5	2.5 a 6.5	6.41	11.75	32.6	0.1
2015	4.5	2.5 a 6.5	10.67	14,25	35.6	-3.8
2016	4.5	2.5 a 6.5	6.3	13.75	46.2	-3.6
2017	4.5	3.0 a 6.0	2.95	9.93	51.6	1.0
2018	4.5	3.0 a 6.0	4.05	6.5	53.8	1.4

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do BACEN.

Observação: a meta de inflação do ano 2004 foi mudada pelo BACEN de 3,75% para 5,5%.

Pode-se observar que durante essas duas décadas, a meta de inflação estabelecida foi alcançada na maioria dos anos, com apenas cinco exceções em que a meta planejada não foi atingida. Três desses cinco anos estão compreendidos no período de 2001 a 2003, enquanto os outros dois anos são 2015 e 2017, com taxas de inflação de 7,67%, 12,53%, 9,3%, 10,67% e 2,95%, respectivamente.

A literatura justifica o não cumprimento das metas no período de 2001 a 2003³⁷ por meio de choques domésticos, como a crise energética no Brasil e a crise de confiança associada às eleições presidenciais de 2002, e choques externos, como a crise argentina e o atentado terrorista de 11 de setembro nos Estados Unidos. Esses eventos impactaram a economia

³⁷ As razões para o não cumprimento das metas em 2001 e 2002 foram explicadas em cartas abertas do Presidente do Banco Central do Brasil ao Ministro da Fazenda, disponíveis no site do Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br>.

brasileira, resultando em uma significativa depreciação cambial e, conseqüentemente, afetando a taxa de inflação de forma ascendente.

Dentro da literatura acadêmica, Blanchard (2004) argumenta que a dominância fiscal experimentada na economia brasileira nos anos de 2002 e 2003 contribuiu significativamente para o não cumprimento da meta de inflação desses anos. O autor destaca que o elevado nível de endividamento do país, combinado com uma situação de taxas de juros altas, aumentava a probabilidade de *default* e, conseqüentemente, intensificava a fuga de capitais. Esses fatores resultaram no aumento da inflação doméstica, tornando impossível alcançar a meta estabelecida. Oreiro e D'Agostini (2018), por sua vez, explicaram o não cumprimento das metas principalmente pela redução excessiva dessas metas em termos de taxa de inflação entre os anos de 1999 e 2003. As metas passaram de 8% em 1999 para 3,25% em 2003.

Durante o período de 2003 a 2010, a economia brasileira registrou um notável crescimento com inflação controlada, com exceção do ano de 2009. Esse ano foi marcado por uma recessão econômica mundial devido à crise financeira global que teve início em 2008 e afetou negativamente a demanda global. As políticas econômicas adotadas pelo Banco Central do Brasil (BACEN) seguiram diretrizes ortodoxas, como a implementação de uma política monetária rigorosa para controlar a inflação, o processo de liberalização financeira e o objetivo de alcançar superávit fiscal primário. Com uma média de crescimento anual do PIB de 4,06% e uma taxa média de crescimento anual do IPCA de 5,79%, o país demonstrou um desempenho econômico robusto e as metas foram atingidas em todos esses anos.

No ano de 2015 a meta não foi atingida - a taxa de inflação registrada foi de 10,67%, acima da meta de 4,5%, considerando o intervalo de tolerância de 2,00% - em razão do aumento no nível de preços administrados, como argumentado pelo BACEN. Por outro lado, no ano de 2017 a inflação foi menor do que a meta - a taxa de inflação registrada foi de 2,95%., acima da meta de inflação, que era de 4,5%, com intervalo de tolerância de 1,5% - sendo o principal motivo a deflação nos preços dos alimentos.

Uma das críticas mais frequentes ao regime de metas de inflação brasileiro, como apontado por Araujo e Arestis (2019), está relacionada à persistência de altas taxas de juros nominais e reais em comparação com a maioria dos países da região ao longo de todo o período. Essa situação tem acarretado um aumento nos custos do endividamento governamental e, conseqüentemente, tem exercido um impacto negativo nos indicadores de dívida pública. Além disso, também tem elevado o custo do crédito, desencorajando os investimentos e prejudicando

o crescimento econômico. Oreiro e D'Agostini³⁸ (2018), por sua vez, explicam a queda na taxa de crescimento econômico brasileiro, especialmente pronunciada a partir de 2011, devido à sobrevalorização da taxa de câmbio real e à tendência de aumento dos gastos primários como porcentagem do PIB. Esses fatores acabaram levando à desindustrialização da economia brasileira e a uma conseqüente redução do crescimento econômico.

Considerando todo o período de adoção do regime de metas, a taxa média de inflação do período de 1999 a 2018 foi de 5,91%, bem abaixo do histórico das décadas anteriores. O regime apresenta certa variabilidade, com a maior taxa de inflação registrada no ano de 2002, correspondendo a 12,53% e com a menor taxa no ano de 2017, correspondendo a 2,95%. É importante destacar que os maiores centros das metas foram dados nos primeiros anos do regime, apresentando oscilações até o ano de 2005, em que a meta de 4,5% foi fixada, permanecendo inalterada até o final do período analisado.

³⁸ O artigo de Oreiro e Agostini (2018) pode ser encontrado no livro *Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina* (DAMILL, M., DANCOURT, O., FRENKEL, R., 2018).

6 CONCLUSÃO

Este artigo analisou as principais teorias sobre como conduzir a política monetária de um país, tomando como exemplo os casos da Argentina e do Brasil nos últimos 30 anos. As experiências históricas de ambos os países demonstram que não existe uma política monetária "ótima", na qual o Banco Central seja dotado de uma função de bem-estar social e tome ações que alcancem o resultado ideal, como se fosse a instituição suprema de decisão na economia. Pelo contrário, para avaliar políticas econômicas, é necessário compreender que elas são altamente dependentes das circunstâncias históricas específicas de cada país.

Os economistas geralmente categorizam as estruturas de formulação de políticas monetárias em termos de regras ou discricionariedade. Em termos gerais, as regras proporcionam consistência e previsibilidade ao longo do tempo. Por outro lado, a discricionariedade parece ser mais adequada em situações de incerteza, especialmente quando o Banco Central precisa atuar como prestamista de última instância, garantindo não apenas a estabilidade de preços, mas também outros objetivos econômicos relevantes. Cada situação particular deve ser analisada em seu contexto específico e considerando a não trivial existência de um *trade-off* entre credibilidade e flexibilidade.

Se a autoridade monetária é independente do processo político e possui a capacidade de tomar decisões discricionárias para alcançar o objetivo de estabilidade de preços, é possível obter resultados favoráveis em termos de controle da inflação. Por outro lado, quando a discricionariedade é utilizada com o objetivo de atender a interesses políticos por parte de uma autoridade monetária sujeita a influências externas, os resultados podem ser insatisfatórios, especialmente em relação ao controle da inflação. Isso acontece porque a manipulação discricionária da política monetária, com base em interesses políticos, pode levar a decisões subótimas e, conseqüentemente, comprometer a estabilidade de preços.

No caso específico da Argentina e do Brasil, a adoção de regimes cambiais fixos, como o Plano de Conversibilidade na Argentina, ou de bandas cambiais, como o Plano Real no Brasil, mostraram-se eficazes no controle da inflação. No entanto, essas abordagens também expuseram as economias a vulnerabilidades diante de perturbações externas e resultaram em crises econômicas. Em outras palavras, ao abrir mão de uma política monetária independente ou limitá-la, como ocorreu no caso do Plano Real, foram obtidos resultados positivos em termos de controle da inflação, mas ao mesmo tempo aumentou-se consideravelmente a propensão a desequilíbrios macroeconômicos graves.

Desta forma, a eliminação ou redução da discricionariedade monetária parece trazer benefícios em relação à inflação, mas também torna a economia mais suscetível a situações de

crise. No entanto, uma possível alternativa para lidar com um processo inflacionário alto seria adotar um regime cambial fixo por um período de tempo limitado e, uma vez que a taxa de inflação diminua consideravelmente, migrar para um regime cambial mais flexível. Essa transição permitiria conciliar a estabilidade de preços com a necessidade de flexibilidade diante de choques exógenos.

O regime de metas de inflação é adotado em muitos países e envolve a combinação de elementos de regras e discricionariedade. As implementações realizadas no Brasil e na Argentina apresentaram diferenças significativas e não são comparáveis. No Brasil, o regime foi implantado em um cenário de inflação relativamente baixa, com o objetivo de reduzi-la ainda mais. O foco principal era manter a estabilidade de preços, buscando limitar o uso da política fiscal e conferindo à autoridade monetária um papel central nesse processo. Por outro lado, na Argentina, a adoção desse regime ocorreu como uma estratégia de desinflação em um cenário de contínuos desequilíbrios fiscais e falta de independência da autoridade monetária.

Os resultados obtidos foram completamente diferentes. No Brasil, o regime foi adotado em 1999 e continua em vigor até hoje, com alta credibilidade e alcançando uma taxa de inflação média de 5,91% no período de 1999 a 2018, muito abaixo do histórico das décadas anteriores. Porém, na Argentina, o regime foi implementado apenas nos anos de 2017 e 2018, com baixa credibilidade, não alcançando as metas estabelecidas por margens significativas e registrando uma taxa de inflação média de 36,2%.

BIBLIOGRAFIA

- AGLIETTA, M. (1992). **L'indépendance des banques centrales: leçons pour la Banque Central Européenne.** *Revue d'Économie Financière* 22: 37-56.
- AGUIR, A. (2018). **Central Bank Credibility, Independence, and Monetary Policy.** *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 7 (3), 91-110.
- AMANN, E. and WERNER B. (2002) "Neoliberalism and Its Consequences in Brazil." *Journal of Latin American Studies* 34, no.4: 945–59.
- AMICO, F. (2008). "**Argentina 2002-2008: ciclo económico, inflación y crecimiento**" en *Oikos, Revista de Economía Heterodoxa*, 10.
- ALESINA, A. (1989). **Politics and business cycles in the industrial democracies.** *Economic Policy* 8, 57–98.
- ALESINA, A., SUMMERS, L. (1993). **Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence.** *Journal of Money, Credit and Banking* 25, 151–162.
- ALMEIDA, H. and M. BONOMO. (2002). **Optimal state-dependent rules, credibility, and inflation inertia.** *Journal of Monetary Economics*. 49: 1317-36.
- ARGAÑARAZ, N. (2013). "**Acuerdo de precios y emisión monetaria para financiar al fisco nacional: la estacionalidad juega un rol clave**". Informe económico 205, Córdoba: IARAF.
- ARIDA, P. e LARA-RESENDE, A. (1985). **Inertial inflation and monetary reform in Brazil.** Texto para discussão 85, Departamento de Economia, PUC-Rio.
- ASTARITA, R. (2012). **Inversión y la estructura social de la acumulación.** <http://rolandoastarita.wordpress.com/>.
- ASTARITA, R. (2013). **Debate sobre la inflación en Argentina. Partes I a IV** en <http://rolandoastarita.wordpress.com/>.
- BACHA, E. L. (1994). **O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro.** *Revista de Economía Política* 14(1): 5-17.
- BADE, R., and M. PARKIN. **Central Bank Laws and Monetary Policy.** Unpublished Manuscript, University of Western Ontario, 1982.
- BARRO, R. J. and GORDON, D. B. (1983). **Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy.** *Journal of Monetary Economics* (July 1983).
- BARRO, R. (2007). **Milton Friedman. Perspectives, particularity on monetary policy.** *CATO Journal*.
- BERNANKE, B. (2007). **Inflation Expectations and Inflation Forecasting.** Annual Washington Policy Conference of the National Association for Business Economic in Arlington, Virginia.
- BERNANKE, B. (2015). **El valor de actuar: memoria de una crisis y sus secuelas.** Barcelona: Península.

- BERNANKE, B. (2022). **21st Century Monetary Policy: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID19**. New York: W. W. Norton & Company.
- BERNANKE, B., LAUBACH, T., MISHKIN F. and POSEN.A. (1999). ***Inflation Targeting: Lessons from the International Experience***. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- BERNHARD W. (1998). **A political explanation of variations in central bank independence**. *Am. Polit. Sci. Rev.* 92:311–27.
- BLACKBURN, K. AND CHRISTENSEN, M. (1989). **Monetary policy and policy credibility**, *journal of economic literature*, march.
- BLANCHARD, O. (2004) **Macroeconomia**. 3. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2004.
- BLAUG, M. (1997). **Economic theory in Retrospect**. Fifth Edition, Cambridge: Cambridge University.
- BLAUG, M. and ETLIS, W. and O'BRIEN, D. and PATINKIN, D. and SKIDELSKY, R. and WOOD, G. (1997) **The quantity theory of money: from Locke to Keynes and Friedman**. *History of Economic Ideas*. Vol. 5, No. 2 (1997), pp. 118-121 (4 pages). Published by Accademia Editoriale.
- BLINDER, A., (2009). **Talking about Monetary Policy: The Virtues (and Vices?) of Central Bank Communication**,” in BIS 7th Annual Conference volume, 2009.
- BLINDER, A., (2012). *Revisiting monetary policy in a low inflation and low utilization environment*. *J. Money Credit Bank. Supplement*, 44(1), 141–6.
- BOIANOVSKY, M. (2012). **Celso Furtado and the structuralist-monetarist debate on economic stabilization in Latin America**. *History of Political Economy* 44 (2).
- BOIANOVSKY, M. (2020). **The Brazilian connection in Milton Friedman ´s 1967 Presidential Address and 1976 Nobel Lecture**. *History of Political Economy* 52.
- BOIANOVSKY, M. (2022). **Contributions to economics from the “periphery” in historical perspective: the case of Brazil after mid 20th century**. Forthcoming in *A History of Brazilian Economic Thought: From Colonial Times Through the Early 21st Century*, ed. by R. Bielschowsky, M. Boianovsky and M. Coutinho. Routledge, 2022.
- CABALLERO, R. and SIMSEK, A. (2019). **Prudential monetary policy**. No. w25977. National Bureau of Economic Research.
- CACHANOSKY, N., and MAZZA. F. (2021). **Why Did Inflation Targeting Fail in Argentina?** *Quarterly Review of Economics and Finance* 80 (C): 102–16.
- CALVO, G. (1978). **On the time consistency of optimal policy in the monetary economy**. *Econometría* 46.
- CALVO, G. (2017). **Fighting chronic inflation with interest rates, cutting a hydra’s heads with a swiss army knife?** New York, NY: Columbia University.
- CALVO, G. and MISHKIN, F. (2003). **The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries**. *Journal of Economic Perspectives* 17 (4), 99-118.
- CAGAN, P. (2008). **Monetarism**. *The New Palgrave Dictionary of Economics*. Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan, 2008.

- CARVALHEIRO, N. (2002). “**A política monetária no Brasil pós-real**”. Pesquisa e debate, SP, volume 13, n. 1(21), p. 5-29, 2002.
- CAVALLO, D. F. and MONDINO G. (1995). **Argentina´s miracle? from hyperinflation to sustained growth**. Document prepared for the Annual World Bank Conference on Development Economies 1995. Published by The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 1996.
- CAVALLO, D. F. and CAVALLO, S.(h) (1996). **Lessons from the stabilization process in argentina**. Document prepared for the “Symposium on achieving price stability” sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 29th – 31st 1996 and published by The Federal Reserve Bank of Kansas City, 1996.
- CAVALLO, D. F. (1999). **The quality of money**. Document prepared for the occasion of the Award Ceremony of the Doctorate Honoris Causa presented by the University of Paris 1-Pantheon Sorbonne and published in ASAP (Asociación Argentina de Presupuesto y Administración Financiera Pública) N°33, Buenos Aires, junio 1999 and *Économie Internationale – La revue du CEPII*, «La qualité de la monnaie», N° 80, 4° Trimestre, Paris, 1999.
- CAVALLO, D. F. (2004). **Monetary regime and exchange rate policy: Lessons from the Argentinian experience**. Harvard University, February 17th, 2004. Paper written for the Latin America Tuesday seminar at the David Rockefeller Center for Latin American Studies, Harvard University.
- CAVALLO, D. F., & CAVALLO RUNDE, S. (2018b). **Argentina´s Economic Reforms of the 1990s in Contemporary and Historical Perspective**. Routledge, 2018.
- CLARIDA, R.; J. GALI, J. and GERTLER, M. (1998). **Monetary Rules in Practice: Some International Evidence**. *European Economic Review* 42, 1033-1067.
- CLERC P. and BOIANOVSKY, M. (2023). **Michael Woodford’s Interests & Prices after twenty years. Mimeograph**.
- COBHAM, D. (2018): **A comprehensive classification of monetary policy frameworks in advanced and emerging economies**, Heriot-Watt University Economics Discussion Paper (2018-01). (Also MPRA Paper No 84737.).
- CORBO, V., O. LANDERRETCHE AND K. SCHMIDT-HEBBEL (2002). **Does Inflation Targeting Make a Difference?** in N.Loayza and R. Soto (eds), *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*. Santiago, Central Bank of Chile, 221–269.
- CUKIERMAN, A. (2006). **Independencia del banco central e instituciones responsables de la política monetaria: pasado, presente, futuro**. *Economía Chilena* 9 (1): 5-23, abril.
- CUKIERMAN, A. (1992). **Central Bank Strategy, Credibility, and Independence** (Cambridge: MIT Press).
- CUKIERMAN, A., WEBB, S. and NEYAPTI, B. (1992). **Measuring the Independence of Central Banks and Its Effects on Policy Outcomes**, *The World Bank Economic Review*, 6, 353-398.
- CUKIERMAN, A., WEBB, S. (1995). **Political influence on the central bank: international evidence**. *The World Bank Economic Review* 9: 397– 423.

- COUTO, A. C. (2021). **O Regime de Metas de Inflação No Brasil: características e algumas críticas aos seus principais fundamentos.** A Economia Em Revista - AERE, 18(2), p. 85-98.
- DAMILL, M., FRENKEL R. y MAURIZIO, R. (2003): “Políticas macroeconómicas y vulnerabilidad social. La Argentina en los años noventa”, Serie Financiamiento del Desarrollo, N° 135, CEPAL, Chile.
- DAMILL, M. y FRENKEL, R. (2013). **La economía argentina bajo los Kirchner: una historia de dos lustros.** Peruzzotti E. y C. Gervasoni (eds.): La Década Kirchnerista, Buenos Aires: Editorial Sudamericana.
- DAMILL, M., DANCOURT, O., FRENKEL, R. (2018). **Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina.** Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, 2018.
- DORNBUSCH, R. (1997). **The folly, the crash, and beyond: Economic policies and the crisis.** In *Anatomy of an emerging market crash*. Mexico 1994, ed. Sebastian Edwards and N. Naim. Washington, D.C.: Carnegie Endowment.
- DAVIS, J. (2012): **Central bank credibility and the persistence of inflation and inflation expectations.** Working Paper No. 117, Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute
- DE GREGORIO, J. (2019). **Inflation Targets in Latin America.** Peterson Institute for International Economics Working Paper (19-19).
- DE MENDONÇA, H. e SOUZA, G. (2009). **Inflation targeting credibility and reputation: the consequences for the interest rate.** Economic Modelling, v. 26, n. 6, p. 1228-1238, 2009.
- DE MENDONÇA, H.e SOUZA, G. (2012). **Is inflation targeting a good remedy to control inflation?** J. Dev. Econ. 98, 178-191.
- DI TELLA, R. (2019). **Comentarios Sobre “La Macroeconomía de Macri” de Federico Sturzenegger.** Harvard Business School, working paper 20-025.
- DIVINO, J. (2006). **Cross Country Evidence on Monetary Policy Rules.** Proceedings of the 34th Brazilian Economics Meeting 178, ANPEC.
- FARHI, E. and WERNING, I. (2016). **A theory of macroprudential policies in the presence of nominal rigidities.** Econometrica, 84(5), pp.1645-1704.
- FISCHER, S. (1993). **The Role of Macroeconomic Factors in Growth.** Journal of Monetary Economics 32(3), 485-512.
- FISCHER, S. (1994). **Modern central banking.** En *The future of central banking*, Capie, Goodhart, C.; Fischer, S.; y Schadt N (eds.). Cambridge University Press, 1994, pp. 262-308.
- FISCHER, S. (1995). **Central-bank independence revisited.** American Economic Review, Papers and Proceedings, 85, vol. 2, 1995b, pp. 201-206.
- FORDER, J. (1996). **On the Assessment and Implementation of `Institutional' Remedies,** Oxford Economic Papers, 48, 39-51.
- FRAGA, A.; I. Goldfajn and A. Minella (2003). **Inflation Targeting in Emerging Market Economies,** Central Bank of Brazil Working Paper Series 76.

- FRENKEL, R. (2008). **Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria.** Revista de Economía Política de Buenos Aires, Año 2, vols. 3 y 4, pp. 21-32.
- FRENKEL, R. and. RAPETTI, M. (2012) **Exchange Rate Regimes in the Major Latin America Countries since the 1950s: Lessons from History,** Revista de Historia Económica Journal of Iberian and Latin American Economic History, 30 (1), pp. 157-188,
- FRENKEL, A. y AZZI, D. (2018). **Cambio y ajuste: la política exterior de Argentina y Brasil en un mundo en transición (2015-2017),** Colombia Internacional, (96), pp. 177-207.
- FRIEDMAN, M. (1958). **The supply of money and changes in prices and output.** In the Relationship of Prices to Economics Stability and Growth, 85th Congress, 2nd Session, Joint Economic Committee. Washington, D.C.: U. S. Printing Office. Reprinted in The Optimum Quantity of Money and Other Essays, edited by Milton Friedman, pp. 171-87. Chicago: Adeline, 1969.
- FRIEDMAN, M. (1960). **A Program for Monetary Stability.** New York: Fordham University Press.
- FRIEDMAN, M. (1961). **The lag in the effect of monetary policy.** Journal of Political Economy, Vol. 69, No. 5.
- FRIEDMAN, M. (1966). **The Methodology of Positive Economics** in Essays in Positive Economics (Chicago), 3-43.
- FRIEDMAN M. (1967a). **Can full employment be a criterion of Monetary Policy?** Milton Friedman Papers, Box 49, Folder 10. Hoover Institution, Stanford, Calif.
- FRIEDMAN, M. (1967b). **The monetary theory and policy of Henry Simons.** The Journal of Law and Economics. Volume X, October 1967.
- FRIEDMAN, M. and MUNDELL, R. (2001). **“One world, one money.”** Options Politiques. May 2001. Pag.10-30.
- FRY, M. (1998). **Assessing Central Bank Independence in Developing Countries: Do Actions Speak Louder Than Words?** Oxford Economic Papers, 50, 512-529.
- GIAMBIAGI, F. (2011) et al. **Economia Brasileira.** 2a ed. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2011.
- GONÇALVES, C. and SALLES, J. (2008). **Inflation targeting in emerging economies: what do the data say?** Journal of Development Economics, v. 85, n. 1-2, p. 312-318, 2008.
- GOODFRIEND, M., (2007). **How the World Achieved Consensus on Monetary Policy during a Transition to Rational Expectations.** Journal of Economic Perspectives 21, 47–68.
- GUTIERREZ, E. (2003). **Inflation performance and constitutional central bank independence: evidence from Latin America and the Caribbean.** IMF Working Paper.
- HADBA, F.A. (1994). **Caixas de conversão.** Revista de Economia Política, Vol.14, No.1(53), janeiro- março / 1994.
- HAMMOND, T. and KNOTT, J. (1996). **Who controls the bureaucracy? Presidential power, congressional dominance, legal constraints, and bureaucratic autonomy in a model of multi-institutional policy-making.** Journal of Law, Economics, and Organization, 12, 119–166.

- HANKE, S. (2008). **Why did Argentina not have a currency board?** *Central Banking Journal*, 18(3), 56–58.
- HANKE, S. & SCHULER, K. (1994). **Financial Reform and Economic Development: The Currency Board System for Eastern Europe.** In P. J. Boettke, *Collapse of Development Planning* (pp. 310-326). New York: NYU Press.
- HEYMANN, D.; TOMMASI, M. (2003). **Great Expectations and Hard Times: The Argentine Convertibility Plan.** Article in *Economía* · January 2003.
- HEYMANN, D.; RAMOS, A. (2010). **Una transición incompleta. Inflación y políticas macroeconómicas en la argentina posconvertibilidad.** *Revista de Economía Política de Buenos Aires*, Año 4, vols. 7 y 8, pp. 9-48.
- HOOVER, K. (2003). **History of postwar monetary economics and macroeconomics.** in Warren J. Samuels, Jeff E. Biddle, and John B. Davis, eds. *A Companion to the History of Economic Thought*. Malden, MA: Blackwell, 411-427.
- JÁCOME, L. and VÁZQUEZ, F. (2008). **Is there any link between legal central bank independence and inflation?** Evidence from Latin America and the Caribbean. *European Journal of Political Economy* 24(4), pp. 788-801.
<https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2008.07.003>.
- KALDOR, N. (1971). **Conflicts in National Economics Objectives.** *Economic Journal*, 1971, vol. 81, issue 321, 1-16
- KALECKI, M. (1984). **Teoría de la dinámica económica.** México: Fondo de Cultura Económica.
- KING, R. (2000). **The new IS-LM model: language, logic, and limits.** *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, v. 86, n. 3, 2000.
- KORINEK, A. and SIMSEK, A. (2016). **Liquidity trap and excessive leverage.** *American Economic Review*, 106(3), pp.699-738.
- KRUGMAN, P. (2014). **Believes, Facts and Money.** *The New York Times*.
- KLEIN, M. and SHAMBAUGH, J. (2010). **Exchange Rate Regimes in the Modern Era.** MIT Press.
- KYDLAND, E. and PRESCOTT, E. (1977). **Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans.** *Journal of Political Economy*., No.3 (June 1977), pp. 473-492.
- LAEVEN, L; MADDALONI, A. and MENDICINO, C. (2022). **Monetary policy, macroprudential policy and financial stability,** *Working Paper Series*, No 2647, ECB.
- LEVI YEYATI, E. (2001). **10 años de Convertibilidad: La Experiencia Argentina.** *Revista de Análisis Económico*.
- LEVY YEYATI, E.; F. STURZENEGGER, F. and I. REGGIO, I. (2010). **On the Endogeneity of Exchange Rate Regimes.** *European Economic Review* 54 (5): 659-77.
- LIBÂNIO, G. (2010). **A note on Inflation Targeting and Economic Growth in Brazil.** *Brasil, JPE*. 30(1). Mar 2010.
- LIBMAN E. and PALAZZO G. (2020). **Inflation targeting, disinflation, and debt traps in Argentina.** *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 17(1).

- LOPES, M., MOLLO M. e COLBANO, F. (2012). **Metas de inflação, regra de Taylor e neutralidade da moeda: uma crítica pós-keynesiana**. Revista de Economia Política, vol. 32, nº 2 (127), pp. 282-304, abril-junho/2012.
- MACHLUP, F. (1965). **Why Economist Disagree**. Proceedings of the American Philosophical Society. VOL. 109, N. 1 pp. 1-7 (7 pages) Published By: American Philosophical Society.
- MANZANELLI, P. y SCHORR, M. (2013). **Oligopolio e inflación. Aproximación al proceso de formación de precios en la industria argentina en la posconvertibilidad**. Realidad Económica, 273 (enero).
- MARTIN, A.; MENDICINO, C. and VAN DER GHOTE, A. (2021), **Interaction between monetary and macroprudential policies**. Working Paper Series, No. 2527, European Central Bank.
- MISHKIN, F. S. (1999). **International experiences with different monetary policy regimes**. Journal of Monetary Economics, vol. 43 (June), pp. 579-605.
- MISHKIN, F. (1999). **Global Financial Instability: Framework, Events, Issues**. Journal of Economic Perspectives 13, no. 4: 3–20.
- MISHKIN, F. (2004). **Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries** NBER Working Paper 10646.
- MISHKIN, F. and SAVASTANO, M. (2000), **Monetary Policy Strategies for Latin America**. NBER Working paper n. 7617. Journal of Development Economics.
- MISHKIN, F. and SCHIMIDT-HEBBEL, K. (2007). **Does Inflation Targeting Make a Difference?**. NBER Working Paper 12876.
- MOLLO, M. (2004). **Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a Questão da Neutralidade da Moeda**. Revista de Economia Política, Vol. 24 nº 3 (95), julho-setembro/2004.
- OLIVERA, J. (1964). **On structural inflation and Latin-american structuralism**. Oxford economic papers, vol. 16, 3, (noviembre),
- ORPHANIDES, A. (2001). **Monetary policy rules based on real-time data**. American Economic Review 91, 964-985. [23].
- ORPHANIDES, A. (2008). **Taylor rules**. In: Durlauf S and Blume L (eds) New Palgrave Dictionary of Economics, revised edn. London: Palgrave Macmillan.
- ORPHANIDES, A. and V. WIELAND, V. (2000). **Inflation zone targeting**. European Economic Review 44, 1351-1387.
- PATINKIN, D. (1989). **On Different Interpretations of the General Theory**. Proceedings of the British Academy.
- PERSSON, T., and G. TABELLINI, (1999). **Political economics and macroeconomic policy**. in *Handbook of Macroeconomics*, J. B. Taylor and M. Woodford (eds.), Elsevier.
- POOLE, W. (2005). **The Fed's Monetary Policy Rule**. Speech 92, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- POSEN, A. (1993) **Why Central Bank Independence Does Not Cause Low Inflation: There Is No Institutional Fix for Politics**, in: O'Brien, R. (ed.), Finance and the International Economy 7 (Oxford: Oxford University Press).

- PREBISCH, R. (1949). **El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas**, en Raúl Prebisch: Obras 1919–1948 (1993), vol. 4, Buenos Aires, Fundación Raúl Prebisch, pp. 490–551
- RAPAPORT, M. (2001). **El plan de convertibilidad y la economía argentina (1991-1999)**. Economía e Sociedade. Revista do Instituto de Economia da Unicamp. Campinas, Nro. 15, febrero 2001, pp. 15-47.
- REDRADO, M. (2010). **La política monetaria y financiera argentina frente a la crisis**. Documento de Trabajo, no. 3, Facultad de Ciencias Económicas UCA, 2010.
- ROGOFF, K. (1985). **The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target**. Quarterly Journal of Economics 100, 1169–1189.
- ROLLEMBERG MOLLO, M. (2004). “**Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a Questão da Neutralidade da Moeda**”. Revista de Economia Política, Vol. 24 nº 3 (95), julho-setembro/2004.
- SARGENT, T. (1982). **The end of four big inflations**. In R.E. Hall (ed.). Inflation: causes and effects, pp. 41-98. Chicago: University of Chicago Press for NBER.
- SAWYER, M. (2009). **Fiscal and interest rate policies in the ‘new consensus’ framework: a different perspective**. Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 31, N.4.
- SIMONS, H. C. (1933) “**Banking and Currency Reform**.” Unpublished manuscript, University of Chicago.
- SIMONS, H. C. (1936), **Rules versus authorities in monetary policy**. The Journal of Political Economy, Volume 44, number 1. February 1936.
- SIMONSEN, M. H. (1970). **Inflação: gradualismo x tratamento de choque**. Rio de Janeiro: APEC Editora S/A.
- SILVA, M. (2008). **A Teoria da Inflação Inercial**. Leituras de Economia Política, Campinas, (14): 108-129, ago.- dez. 2008.
- STEIN, J. (2012). **Monetary Policy as Financial-Stability Regulation**. Quarterly Journal of Economics, 127, pp. 57-95.
- STIGLITZ, J. (1998). **Central banking in a democratic society**. De Economist 146 (2): 199-226.
- STRACHMAN, E. (2013). **Metas de Inflação no Brasil (1999-2012): Uma análise institucional**. Ensaios FEE, v. 34, n 2, p 407-438.
- STURM, J. and DE HAAN, J. (2001). **Inflation in developing countries: Does central bank independence matter?** Ifo Studien 47, 389–403.
- STURZENEGGER, F. (2008). **Currency boards**. The New Palgrave Dictionary of Economics. Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan, 2008.
- STURZENEGGER, F. (2019). **Macri’s Macro: The meandering road to stability and growth**. Universidad de San Andrés, D.T.: No 135.
- SUMMERS, L. (2000). **International financial crises: causes, preventions, and cures**. American Economic Review 90 (2): 1–16.

- SVENSSON, L. (2003). **Monetary Policy and Real Stabilization**, NBER, Working paper 9486.
- SVENSSON, L. (2020). **What Rule for the Federal Reserve? Forecast Targeting**. *International Journal of Central Banking* 16 (6): 39-95.
- TAYLOR, J. B. (1993). **Discretion versus policy rules in practice**. In Carnegie-Rochester conference series on public policy (Vol. 39, pp. 195-214). North-Holland.
- TAYLOR, J. B. (1999). **Monetary policy rules**. National Bureau of Economic Research, Studies in Business Cycles, vol. 31. Chicago: University of Chicago Press.
- TAYLOR, J. (2000). **Teaching modern macroeconomics at the principles level**. *The American Economic Review*, v. 90, n. 2, p. 90-94, 2000.
- TAYLOR, J. B., WILLIAMS, J.C. (2010). **Simple and robust rules for monetary policy**. NBER Working Paper no. 15908.
- TAYLOR, J. B. (2017). **Rules versus Discretion: Assessing the Debate Over the Conduct of Monetary Policy**. National Bureau of Economic Research, 241-49.
- TOBIN, J. (1965). **Money and Economic Growth**. *Econometrica* 33, 671-684.
- VALENTE ROTTA, D. M. (2006). **Caixa de Conversão: Um estudo sobre a adoção da Argentina e de Hong Kong e seus impactos**. Fundação Getúlio Vargas – FGV/RJ.
- VAN DER GHOTE, A. (2020). **Interactions and coordination between monetary and macro-prudential policies**. forthcoming *American Economic Journal: Macroeconomics*.
- VINHADO, F.; & DIVINO, J. (2019). **Interactions between monetary and macroprudential policies in the transmission of discretionary shocks**. *The North American Journal of Economics and Finance*, 50, 101020. doi.org/10.1016/j.najef.2019.101020.
- WICKSELL, K. (1898). **Interest and Prices**. MacMillan, London, first published in German in 1898.
- WILLIAMSON, J. (1990). **Latin American Adjustment: How Much Has Happened?** Washington: Institute for International Economics.
- WILLIAMSON, J. (2004). **The Washington Consensus as Policy Prescription for Development**. A lecture in the series "Practitioners of Development" delivered at the World Bank on January 13, 2004.
- WOODFORD, M. (1995). **Price-Level Determinacy Without Control of a Monetary Aggregate**. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 43:1-46.
- WOODFORD, M. (2003). **Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy**. Princeton University Press.
- WOODFORD, M. (2004). **Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy**. Review 86: 15-42, FRB of St. Louis.
- WOODFORD, M. (2005). **Central-Bank Communication and Policy Effectiveness**. NBER Working Paper 24788, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- WOODFORD, M. (2012). **Inflation Targeting and Financial Stability**. NBER Working Papers # 17967.

WOODFORD, M. (2014). **Monetary policy targets after the crisis**, pp. 55–62 in Akerlof, G., Blanchard, O., Romer, D. and Stiglitz, J., *What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis*, Cambridge, MA, MIT Press.

YELLEN, J. (2006). **Monetary Policy in a Global Environment**. Federal Reserve Bank of San Francisco.