

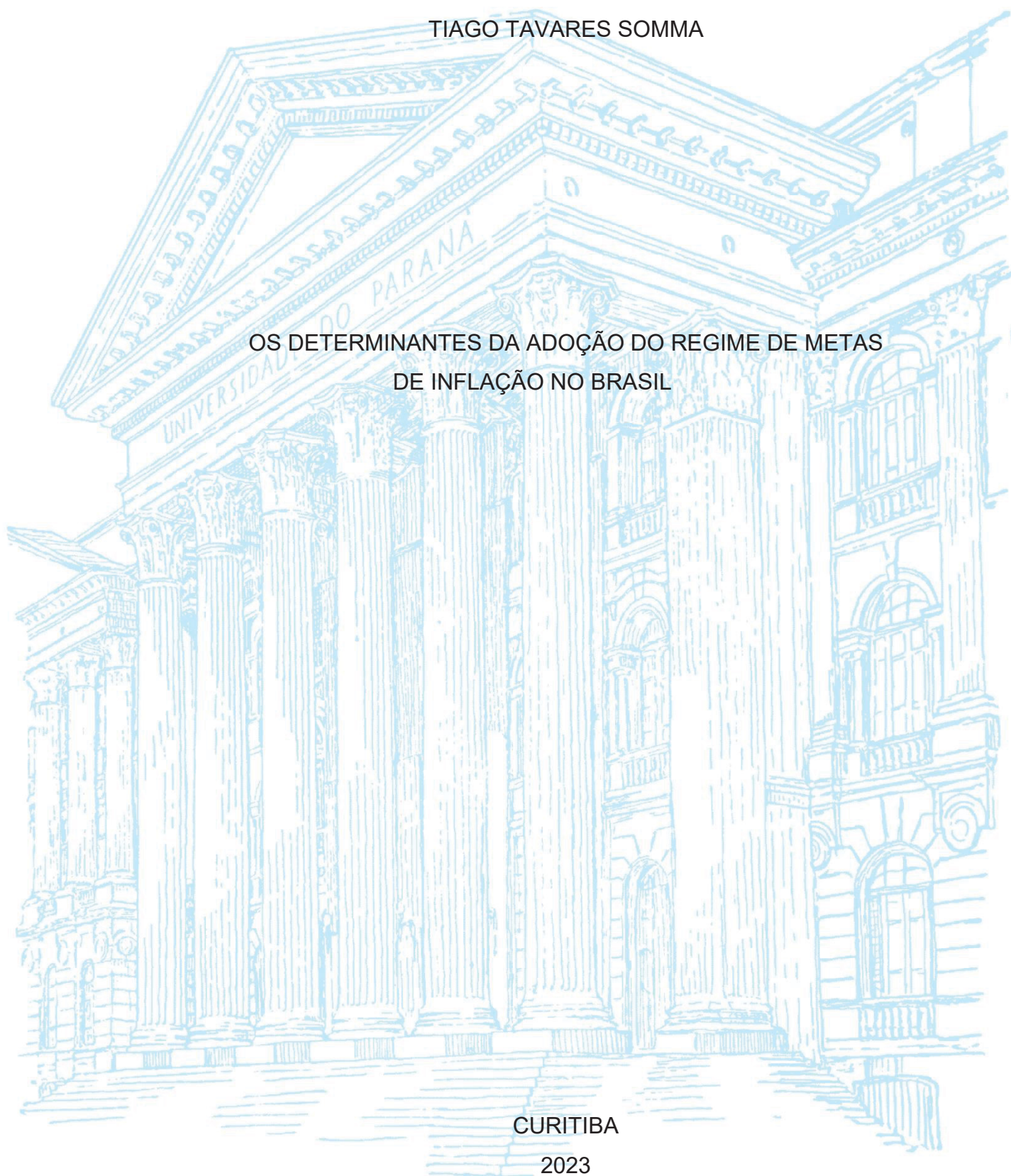
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

TIAGO TAVARES SOMMA

OS DETERMINANTES DA ADOÇÃO DO REGIME DE METAS  
DE INFLAÇÃO NO BRASIL

CURITIBA

2023



TIAGO TAVARES SOMMA

OS DETERMINANTES DA ADOÇÃO DO REGIME DE METAS  
DE INFLAÇÃO NO BRASIL

Monografia apresentada ao curso de Pós-Graduação em Análise de Conjuntura Econômica, Setor de Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Especialista em Análise de Conjuntura Econômica.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Motta Correia

CURITIBA

2023

## RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo entender os aspectos teóricos e conjunturais que levaram à adoção do regime de metas de inflação no Brasil, examinando a trajetória do campo da macroeconomia, o debate entre regras e discricionariedade, e o desenvolvimento da política monetária. A pesquisa explora a evolução da teoria macroeconômica, destacando a transição do debate sobre regras versus discricionariedade na condução da política econômica. A análise ressalta a importância da previsibilidade e transparência proporcionadas pelo regime de metas de inflação (RMI) na formulação das políticas, como evidenciado pelo Plano Real. O estudo também aborda o papel do Banco Central do Brasil na implementação do RMI e a gestão da política monetária. A discussão enfatiza a delicada relação entre taxas de juros, inflação e crescimento econômico, revelando como a busca por estabilidade de preços foi acompanhada por debates sobre a eficácia das políticas monetárias adotadas. O Plano Real é destacado como um marco na estabilização econômica do Brasil, evidenciando como a coordenação entre política fiscal e monetária pode gerar resultados positivos. A pesquisa revela que o RMI trouxe previsibilidade às expectativas dos agentes econômicos, mas também enfrentou desafios na implementação e na adequação à realidade econômica. Por fim, a monografia oferece uma breve análise da adoção do regime de metas de inflação no Brasil, explorando as transformações no campo da macroeconomia, o equilíbrio entre regras e discricionariedade, e os desafios enfrentados na implementação de políticas monetárias consistentes. O estudo do Plano Real destaca a importância da coordenação entre políticas para a estabilidade econômica.

Palavras-chave: regime de metas de inflação, política monetária, teoria macroeconômica, regras e discricionariedade, regras fiscais.

## **ABSTRACT**

The present study aims to comprehend the theoretical and conjunctural aspects that led to the adoption of the inflation targeting regime in Brazil, examining the trajectory of the macroeconomics field, the debate between rules and discretion, and the development of monetary policy. The research explores the evolution of macroeconomic theory, highlighting the transition of the debate regarding rules versus discretion in economic policy conduct. The analysis underscores the significance of predictability and transparency provided by the inflation targeting regime in policy formulation, as evidenced by the Real Plan. The study also addresses the role of the Central Bank of Brazil in implementing the inflation targeting and managing monetary policy. The discussion emphasizes the delicate relationship between interest rates, inflation, and economic growth, revealing how the pursuit of price stability was accompanied by debates on the effectiveness of adopted monetary policies. The Real Plan is highlighted as a milestone in Brazil's economic stabilization, demonstrating how the coordination between fiscal and monetary policy can yield positive outcomes. The research reveals that the inflation targeting brought predictability to economic agents' expectations but also faced challenges in implementation and adaptation to economic reality. Ultimately, the thesis offers a brief analysis of the adoption of the inflation targeting regime in Brazil, exploring transformations in the macroeconomics field, the balance between rules and discretion, and the challenges faced in consistent monetary policy implementation. The study of the Real Plan underscores the importance of policy coordination for economic stability.

**Keywords:** inflation targeting regime, monetary policy, macroeconomic theory, rules and discretion, fiscal rules.

## SUMÁRIO

|          |   |           |
|----------|---|-----------|
| <b>1</b> | <b>INTRODUÇÃO.....</b>  | <b>6</b>  |
| <b>2</b> | <b>DESENVOLVIMENTO DA TEORIA MACROECONÔMICA: BREVE CONTEXTO.....</b>  | <b>9</b>  |
| <b>3</b> | <b>ATUAÇÃO DA AUTORIDADE MONETÁRIA: REGRAS E DISCRICIONARIEDADE .....</b>   | <b>17</b> |
| <b>4</b> | <b>O DEBATE ENTRE REGRAS E DISCRICIONARIEDADE NA POLÍTICA MONETÁRIA: METAS CAMBIAIS, METAS MONETÁRIAS E METAS DE INFLAÇÃO .....</b> | <b>21</b> |
| 4.1      | METAS CAMBIAIS E A RIGIDEZ MONETÁRIA .....  | 22        |
| 4.2      | ÂNCORA MONETÁRIA E FLEXIBILIDADE NA POLÍTICA MONETÁRIA.....   | 23        |
| 4.3      | METAS DE INFLAÇÃO E DISCRICIONARIEDADE RESPONSÁVEL .....  | 24        |
| 4.4      | EFEITOS DE POLÍTICAS MONETÁRIAS .....   | 25        |
| 4.5      | ADOÇÃO DO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO PELO MUNDO.....  | 25        |
| <b>5</b> | <b>A IMPORTÂNCIA DAS REGRAS FISCAIS NA CONDUÇÃO DA POLÍTICA ECONÔMICA E SUA RELAÇÃO COM A POLÍTICA MONETÁRIA.....</b>               | <b>29</b> |
| 5.1      | AS REGRAS FISCAIS BRASILEIRAS.....  | 30        |
| 5.2      | O FUNCIONAMENTO DO ORÇAMENTO PÚBLICO BRASILEIRO .....   | 31        |
| 5.3      | OS OBJETIVOS DAS REGRAS FISCAIS E A RELAÇÃO COM DOMINÂNCIA MONETÁRIA E FISCAL.....  | 32        |
| <b>6</b> | <b>O PLANO REAL: ESTABILIZAÇÃO E DESAFIOS ECONÔMICOS NA DÉCADA DE 1990.....</b>   | <b>35</b> |
| 6.1      | O TRIPÉ DE POLÍTICA ECONÔMICA NO BRASIL: METAS DE INFLAÇÃO, CÂMBIO FLEXÍVEL E SUPERÁVIT FISCAL .....                                | 36        |
| <b>7</b> | <b>CONCLUSÕES.....</b>  | <b>39</b> |
|          | <b>REFERÊNCIAS .....</b>  | <b>42</b> |

## 1 INTRODUÇÃO

A compreensão dos aspectos teóricos e conjunturais que levaram à adoção do regime de metas de inflação (RMI) no Brasil demonstra-se importante para entender como o avanço da teoria econômica e as experiências empíricas influenciaram nas escolhas de política monetária implementadas na busca pela estabilidade econômica e o desenvolvimento sustentável. A partir do objetivo de entender os aspectos teóricos e conjunturais que levaram à adoção do regime de metas de inflação no Brasil, pode-se perceber, campo da economia, a busca por estruturas de políticas eficazes para controlar a inflação e promover um crescimento econômico estável.

Esta monografia constitui-se em uma revisão dos fatores, tanto teóricos quanto contextuais, que levaram à adoção desse regime no Brasil. O estudo inicia-se na evolução do pensamento macroeconômico, no debate entre regras e discricionariedade e no caminho percorrido no desenvolvimento da política monetária. Assim, esta investigação busca esclarecer o desenvolvimento e os embates entre as ideias econômicas e as exigências práticas que fundamentam a adoção do RMI, buscando compreender seus sucessos, desafios e implicações.

Como o caminho para compreender a adoção desse regime no Brasil requer uma compreensão ampla, tanto das bases teóricas quanto das complexidades contextuais, faz-se necessária a exploração da evolução do pensamento macroeconômico. O cenário dos estudos econômicos teve mudanças dinâmicas, e as evoluções na teoria econômica ao longo do tempo influenciaram a formulação de políticas econômicas, particularmente no contexto das estratégias de controle da inflação.

Central para a adoção de qualquer estrutura de política econômica estaria o debate entre regras e discricionariedade. A tensão entre aderir a regras predeterminadas e permitir flexibilidade nas decisões políticas tem alimentado um debate de longa data dentro da teoria macroeconômica. Esse debate derivaria do reconhecimento de que tanto a rigidez quanto a flexibilidade teriam suas vantagens e desvantagens, e o caminho ótimo frequentemente poderia ser encontrado com um equilíbrio entre essas abordagens. Assim, chega-se na questão sobre como os bancos centrais deveriam conduzir a política monetária. Neste contexto, o regime de metas de inflação é um exemplo desse debate colocado na prática, ao buscar

combinar elementos de ambas as abordagens, estabelecendo uma regra clara (a meta de inflação) ao mesmo tempo em que permite alguma flexibilidade para que o banco central ajuste as políticas conforme necessário para atingir a meta.

A crescente adoção do regime de metas de inflação em diferentes países refletiria o reconhecimento de que essa abordagem ofereceria um equilíbrio entre regras e discricionariedade. A definição de metas claras de inflação forneceria a previsibilidade necessária e âncoras para as expectativas, enquanto ainda permite a adaptação às circunstâncias econômicas mutáveis.

Enquanto o Brasil enfrentava fases de inflação descontrolada e suas consequências econômicas, o debate entre regras e discricionariedade se tornava-se presente entre os formuladores de políticas. No país, décadas do foram marcadas por tentativas periódicas de conter a inflação por meio de intervenções que destacaram as tensões entre regras e discricionariedade. Haveria o desejo de previsibilidade, mas também a necessidade de respostas adaptativas a choques econômicos. Esses esforços, do Plano Cruzado aos Planos Collor, teriam sido caracterizados pela sua inserção no contexto da discricionariedade política e utilização de regras, refletindo a dificuldade em encontrar um caminho efetivo a ser seguido. Com o Plano Real, um marco frente às dificuldades de implementar políticas econômicas efetivas de combate à inflação no Brasil, o país teria chegado às condições necessárias para a adoção do regime de metas de inflação.

Esta monografia está estruturada para revisar a jornada que culminou com o desenvolvimento do regime de metas de inflação, sua reputação e ampla adoção, explícita ou implicitamente, por parte de autoridades monetárias por todo o mundo, e sua implementação no Brasil. O capítulo 2 do estudo explora o desenvolvimento da teoria macroeconômica, abordando desde a emergência da macroeconomia com as ideias de Keynes até as discussões contemporâneas após a crise financeira de 2008-2009. Essa é uma base para a compreensão das raízes teóricas que orientaram as escolhas de políticas e as mudanças e evoluções na teoria macroeconômica que prepararam o terreno para a adoção regime de metas de inflação. O capítulo 3 aborda o debate entre regras e discricionariedade na condução da política monetária. Além disso, discute a atuação da autoridade monetária, as mudanças na abordagem da política monetária ao longo do tempo e a importância da credibilidade na busca pela estabilidade de preços. No capítulo 4, examina-se o desenvolvimento da política

monetária, trazendo as características de diferentes regimes monetários como metas cambiais, âncoras monetárias e metas de inflação, onde aborda-se as diferenças entre esses regimes e suas implicações na condução da política monetária, destacando argumentos a favor e contra cada abordagem. O capítulo 5 deste trabalho aborda a importância das regras fiscais na condução da política econômica e sua relação com a política monetária. Além disso, resume as principais regras fiscais vigentes no Brasil e o funcionamento do orçamento público brasileiro. Também aborda os conceitos de dominância monetária e fiscal, que evidenciam a relação entre as políticas fiscal e monetária. O capítulo 6 descreve a implementação, o impacto e os desafios enfrentados pelo Plano Real na década de 1990. Apresenta as fases do plano: ajuste fiscal, reforma monetária e utilização de âncoras para controlar a inflação. Também destaca o papel do regime de metas de inflação como uma das principais ferramentas do tripé de política econômica composto por rigidez fiscal, metas de inflação e desindexação cambial e ressalta a importância da coordenação entre políticas monetária e fiscal para garantia da estabilidade econômica e do controle da inflação.

## 2 DESENVOLVIMENTO DA TEORIA MACROECONÔMICA: BREVE CONTEXTO

A macroeconomia é a área da ciência econômica que busca analisar e compreender a economia como um todo, buscando entender os padrões e as dinâmicas da atividade econômica e fornecer informações para a formulação de políticas econômicas eficazes. Ela procura respostas sobre como ocorrem flutuações cíclicas e quais são os meios para estabilizá-las. Por meio de teorias, modelos e políticas macroeconômicas, busca-se promover a estabilidade econômica, entender as origens dos efeitos negativos dos ciclos econômicos e manter a inflação em níveis desejáveis.

A macroeconomia emerge como área dentro da ciência econômica como resultado da teoria de John Maynard Keynes, expressa em sua influente obra "A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda", publicada em 1936. A obra surge como resposta à situação econômica durante a Grande Depressão e propõe abordagens alternativas para enfrentá-la, pois a teoria econômica predominante na época, que enfatizava a autorregulação dos mercados e o papel limitado da intervenção governamental, parecia inadequada para explicar e oferecer soluções para a grave recessão econômica.

O estudo de Keynes debruçou-se sobre a existência de altos e persistentes níveis de desemprego e a baixa produção econômica que caracterizaram aquele período. Ele questionou a visão clássica de que as economias se corrigiriam naturalmente e retornariam ao pleno emprego por meio de salários e preços flexíveis. Em vez disso, ele introduziu o conceito de "rigidez de preços", apontando que os preços tendem a ser inflexíveis para baixo, especialmente em tempos de recessão. Keynes argumentou que há falhas de mercado e que as economias poderiam ficar presas em um estado de desemprego prolongado e subutilização de recursos, criando uma situação que ele chamou de "desemprego involuntário". (Vroey e Malgrange, 2011).

De acordo com Keynes, a demanda agregada é função da renda disponível, e desempenha um papel central na determinação do nível de atividade econômica. Ele enfatizou a importância da intervenção governamental para estabilizar a economia e promover o pleno emprego, sugerindo que, durante períodos de recessão econômica, o governo deveria aumentar os gastos públicos para estimular a demanda agregada e impulsionar a atividade econômica. Para Keynes (1936), "ao aumentar os

gastos públicos e, assim, a demanda agregada, o governo pode estimular a economia, aumentar a produção e reduzir o desemprego". Sua teoria propôs que, ao aumentar os gastos do governo, o aumento da renda e conseqüentemente da demanda agregada, levam a um aumento do emprego e da produção econômica, uma abordagem conhecida como política fiscal expansionista. Nela, a intervenção governamental por meio da política monetária, principalmente por meio da redução das taxas de juros e aumento da oferta de moeda, poderia estimular o investimento e impulsionar a atividade econômica.

"A Teoria Geral" ofereceu um novo quadro para entender e enfrentar os desafios da Grande Depressão. As ideias de Keynes receberam atenção significativa e influenciaram formuladores de políticas e economistas em todo o mundo. Conforme sua teoria se difundia entre os economistas daquela época, houve um crescente interesse pelo empirismo e pelo uso de modelos econométricos que atestassem as formulações trazidas pela Teoria Geral.

Nesse movimento, o modelo IS-LM desempenhou um papel importante nessa transição para a pesquisa empírica e a utilização de modelos. Desenvolvido por John Hicks em 1937, baseado nas ideias de Keynes, ele é uma construção teórica simplificada, que relaciona os mercados de bens e serviços (IS) com os mercados monetários (LM). Ele tornou-se uma ferramenta básica para os economistas analisarem empiricamente as teorias keynesianas – as interações entre a demanda agregada, o investimento e a política monetária – e avaliarem sua capacidade de explicar os fenômenos econômicos observados.

Tamãha importância do modelo IS-LM para o keynesianismo está no fato de que ele permite entender como a economia pode ficar presa em um estado de desemprego e baixa produção, conhecido como armadilha da liquidez. O modelo sugere que, em uma situação de baixa demanda agregada, políticas fiscais e monetárias expansionistas podem ser usadas para estimular a demanda efetiva e impulsionar a atividade econômica. Assim, o modelo desempenhou um papel fundamental na defesa das políticas de estímulo fiscal e monetário durante recessões ao justificar a intervenção governamental na economia com o objetivo de combater o desemprego e estimular o crescimento econômico, o que é uma característica central do pensamento keynesiano.

É neste período de auge do Keynesianismo que ocorre o que os autores Vroey e Malgrange (2011) referem-se como "síntese neoclássica", um consenso que une a teoria econômica neoclássica com as ideias keynesianas. Essa síntese buscou incorporar elementos como o equilíbrio de mercado e o papel da oferta e demanda, juntamente com as contribuições de Keynes sobre a importância do gasto agregado, a falha do mercado e a intervenção governamental na economia. O modelo IS-LM é um dos resultados dessa síntese. Nesse período aceita-se o conceito de "expectativa adaptativa", que sustenta que as expectativas dos agentes econômicos são formadas com base nas experiências passadas e na análise retrospectiva dos eventos econômicos. Nessa abordagem, as expectativas dos agentes se ajustam lentamente e de forma gradual às mudanças nas condições econômicas.

A síntese neoclássica também incorporou em seu arcabouço teórico a Curva de Phillips, proposta por A. W. Phillips em 1958, com base em dados empíricos do Reino Unido, que descreve uma relação inversa entre a taxa de desemprego e a taxa de inflação. O trabalho de Paul Samuelson e Robert Solow, em 1960, ao incorporar a Curva de Phillips em seu modelo, sugere que existe um "trade-off" entre essas duas variáveis. A partir dessa relação chegou-se à conclusão de que as autoridades econômicas poderiam utilizar políticas monetárias ou fiscais para tentar equilibrar o desemprego e a inflação, inclusive aceitando um certo nível de inflação para combater o desemprego involuntário.

No entanto, vários limites foram apontados para a metodologia utilizada pela síntese neoclássica. O modelo IS-LM enfrentou críticas significativas a partir da década de 1960, direcionadas à sua rigidez e simplificação excessiva, que não levava em conta aspectos dinâmicos e expectativas racionais dos agentes econômicos. Questionou-se a capacidade do modelo de capturar adequadamente as interações entre o mercado de bens e o mercado monetário e foram apontadas limitações em lidar com questões relacionadas à política monetária, como o papel das taxas de juros e da política monetária no controle da inflação.

Novas abordagens para explicar os ciclos econômicos foram propostas pelos economistas ligados ao que se chamou "escola de Chicago". Como crítica à síntese neoclássica e à ideia de expectativa adaptativa, eles apresentam como alternativa a teoria das expectativas racionais, que sustenta que os agentes econômicos formam suas expectativas com base em toda a informação disponível, incluindo suas

percepções sobre as políticas governamentais futuras. Assim, esses agentes são capazes de se antecipar às mudanças nas políticas econômicas, tornando ineficazes as tentativas do governo de influenciar o comportamento dos agentes por meio de políticas monetárias e fiscais. Os economistas dessa escola sustentam que as expectativas racionais dos agentes econômicos fazem com que os formuladores de políticas não possam surpreender esses agentes e influenciar seus comportamentos de forma consistente.

Milton Friedman, um dos principais representantes da escola de Chicago, critica a ideia de o governo manter uma política monetária expansionista. Ele argumenta que essa política, que visa reduzir as taxas de juros para estimular o crescimento econômico, é ineficaz, pois só funciona quando a mudança na oferta de moeda é imprevisível, algo que a teoria das expectativas racionais demonstra não ser possível. Ele enfatiza que, a longo prazo, as taxas de juros são determinadas pela oferta e demanda de poupança e investimento, e não pela intervenção do governo. Friedman defende que a estabilidade monetária e a manutenção de regras claras são fundamentais para promover um ambiente econômico saudável, em vez de depender de políticas monetárias discricionárias que buscam controlar a taxa de juros.

A abordagem de Chicago enfatizou a necessidade de reduzir o papel do governo na economia, defendendo intervenção mínima e maior ênfase na confiança nos mecanismos de mercado para promover o crescimento econômico e a estabilidade. A teoria das expectativas racionais aponta para a importância da consideração das expectativas dos agentes econômicos na análise e na formulação de políticas econômicas. Essas críticas e limites apontados pela escola de Chicago contribuíram para o surgimento de uma perspectiva alternativa à síntese neoclássica, com maior ênfase no livre mercado e na estabilidade monetária.

Com as mudanças na conjuntura econômica ocorridas na década de 1970, os economistas denominados "novos clássicos", liderados por Robert Lucas, trouxeram novas críticas ao modelo IS-LM, apontando que ele não foi capaz de explicar o desemprego involuntário como resultado de uma falha sistemática do mercado. Lucas argumenta que o desemprego era resultado de escolhas racionais dos trabalhadores, que preferiam ficar desempregados em vez de aceitar salários mais baixos. As crises de oferta ocorridas nessa década levaram a rejeição da visão keynesiana de que existe um trade-off entre inflação e desemprego. Os novos clássicos argumentam que

a inflação e o desemprego podem aumentar simultaneamente devido a choques adversos nos custos de produção, como aumentos repentinos nos preços dos recursos naturais. Esses choques de oferta desencadeiam aumentos nos preços dos bens e serviços, levando à inflação, ao mesmo tempo em que reduzem a produção e o emprego, resultando em desemprego. Eles enfatizam a importância das expectativas racionais e dos choques de oferta na explicação da estagflação.

Os novos clássicos criticam os keynesianos pela utilização do conceito de expectativa adaptativa. Seguindo a teoria das expectativas racionais, eles argumentam que os agentes econômicos são racionais e têm informações completas sobre a economia, sendo capazes de fazer previsões precisas. Assim, os novos clássicos questionam a validade e utilização da curva de Phillips e o trade-off entre inflação e desemprego. Eles argumentam que as tentativas do governo de reduzir o desemprego por meio de políticas expansionistas são ineficazes no longo prazo pois a inflação acaba aumentando sem gerar um impacto sustentável no emprego. Assim, os novos clássicos concluem que não há um trade-off estável entre inflação e desemprego e questionam a validade da curva de Phillips como uma ferramenta para a formulação de políticas econômicas.

Outra crítica à atuação discricionária das autoridades monetárias foi expressa por Finn Kydland e Edward Prescott em 1977. Eles argumentam que as políticas econômicas discricionárias adotadas pelos governos podem ser problemáticas devido à inconsistência intertemporal. Essa crítica se baseia na ideia de que os formuladores de políticas, ao buscarem maximizar seus objetivos políticos de curto prazo, podem ser tentados a desviar-se de políticas consistentes ao longo do tempo, levando a resultados indesejáveis. Kydland e Prescott defendem a importância de regras claras e previsíveis na condução da política econômica, a fim de evitar essas inconsistências e promover uma maior estabilidade e eficiência na economia.

Para os novos clássicos, as flutuações econômicas são parte natural do funcionamento do mercado e que os ajustes nos preços e salários são os mecanismos principais para restaurar o equilíbrio na economia. Nessa perspectiva, o ciclo real dos negócios é caracterizado por movimentos cíclicos na produção, emprego e outros indicadores econômicos, os quais são explicados por perturbações reais na economia e pelas reações dos agentes econômicos a essas perturbações. Essas críticas levaram os novos clássicos a promoverem uma ruptura metodológica na

macroeconomia. Essa ruptura teve implicações significativas para a macroeconomia, levando a uma maior ênfase nos modelos micro-fundamentados, na análise dos incentivos e na consideração das expectativas dos agentes na tomada de decisões econômicas.

Se antes o objeto central dos estudos macroeconômicos foi o desemprego involuntário, compreendido como consequência da demanda que deveria ser estimulada pelo aumento da renda, a escola de Chicago e os novos clássicos argumentam que a estabilidade dos preços é essencial para o bom funcionamento da economia. Assim, eles defendem a importância da política monetária baseada em regras claras e previsíveis em vez de ações discricionárias por parte das autoridades monetárias. Para esses economistas, a melhor forma de alcançar isso é por meio de uma política monetária consistente, orientada por regras fixas, transparentes e preestabelecidas, como metas de inflação ou regras de crescimento monetário, a fim de ancorar as expectativas dos agentes econômicos e promover a estabilidade de preços de forma duradoura.

Os novos keynesianos, em reação à teoria dos novos clássicos, buscaram incorporar alguns elementos das expectativas racionais e da microeconomia neoclássica em sua abordagem. Eles propõem modelos que incorporam a ideia de competição imperfeita e rigidez de preços e salários, juntamente com a noção de expectativas racionais, para explicar fenômenos econômicos, como o desemprego involuntário e as flutuações econômicas. Essa abordagem dos novos keynesianos procurou conciliar as perspectivas keynesianas tradicionais com os conceitos da teoria dos novos clássicos, reconhecendo que as imperfeições do mercado podem existir, mas que as expectativas racionais e a otimização dos agentes econômicos também desempenham um papel importante na determinação dos resultados econômicos.

Uma ferramenta proposta pelos novos clássicos e aceita por novos keynesianos é o modelo de equilíbrio dinâmico-estocástico. Essa modelagem macroeconômica é baseada em suposições de otimização e equilíbrio dos agentes econômicos, levando em consideração a incerteza e a aleatoriedade nos choques que afetam a economia. Esses modelos procuram capturar as interações entre diferentes setores da economia e fornecer uma estrutura teórica para entender as implicações das políticas econômicas e dos choques externos. Assim como o IS-LM e suas variações, os modelos de equilíbrio dinâmico-estocástico são frequentemente

utilizados para analisar questões relacionadas à política monetária, política fiscal, ciclos econômicos e outras áreas da macroeconomia.

Na década de 1990, aprofunda-se a discussão sobre a importância de os bancos centrais seguirem regras em suas políticas monetárias, em vez de adotarem abordagens discricionárias. Essa ideia está relacionada à Regra de Taylor, um conceito econômico desenvolvido por John Taylor em 1993, que propõe uma fórmula para determinar a taxa de juros de acordo com as condições econômicas. Essa regra sugere que os bancos centrais devem estabelecer uma taxa de juros com base em dois elementos principais: a taxa de inflação observada e o produto da economia. A fórmula proposta por Taylor indica que a taxa de juros deve ser aumentada quando a inflação está acima da meta e o produto real está acima do potencial, e reduzida quando a inflação está abaixo da meta e o produto real está abaixo do potencial.

Essa abordagem baseada em regras busca fornecer um guia claro para a ação dos bancos centrais, limitando a possibilidade de manipulação política ou tomada de decisões com base em interesses de curto prazo. A adoção da Regra de Taylor proporcionaria transparência e a previsibilidade das ações do banco central, permitindo que os agentes econômicos antecipem as decisões de política monetária e ajam de acordo. Isso reduziria a incerteza e contribuiria para a estabilidade dos mercados financeiros e da economia como um todo, evitando oscilações excessivas e volatilidade desnecessária na taxa de juros. Assim, a teoria macroeconômica dominante no final do século XX pendia mais para a utilização de regras fixas de política monetária em detrimento a ações discricionárias.

Mas a crise financeira de 2008-2009 teve impactos significativos na teoria macroeconômica. A crise trouxe à tona falhas na abordagem macroeconômica dominante. Ela mostrou que modelos falharam em capturar a importância do sistema financeiro na economia. A crise financeira demonstrou que a exclusão ou a representação simplista do setor financeiro nos modelos econômicos pode levar a resultados inadequados e subestimar os riscos sistêmicos. A crise revelou também os limites dos modelos que pressupõem que os agentes econômicos sempre tomam decisões de otimização e que o mercado funciona perfeitamente. Ela mostrou que o sistema de mercado pode falhar e levar a colapsos, como observado durante a crise.

Esses eventos levaram a um questionamento da abordagem dominante e à busca por uma revisão da teoria macroeconômica. Economistas argumentaram a

favor de um retorno às ideias de John Maynard Keynes e em favor de um maior poder discricionário por parte dos governos perante as crises. Eles argumentaram que a abordagem keynesiana, que reconhece a possibilidade de falhas de mercado e situações de desequilíbrio, continua sendo uma estrutura relevante para compreender recessões e depressões.

No entanto, os autores Michel De Vroey e Pierre Malgrange discordam desses economistas. Eles ressaltam a distinção entre a visão geral keynesiana, que reconhece as falhas de mercado e a capacidade do governo de corrigi-las discricionariamente, e o aparato conceitual específico do keynesianismo, e que é improvável que haja um retorno completo ao aparato conceitual específico de Keynes.

Em conclusão, a crise financeira de 2008-2009 teve um impacto significativo na teoria macroeconômica e levou a um questionamento da abordagem dominante e à busca por uma revisão da teoria macroeconômica, com alguns economistas defendendo um retorno às ideias de Keynes. No entanto, ainda é incerto se haverá uma nova síntese capaz de consensuar os apontamentos das várias formulações de análise macroeconômica e qual impacto isso terá sobre a utilização de regras e discricionariedade por parte das autoridades econômicas.

### **3 ATUAÇÃO DA AUTORIDADE MONETÁRIA: REGRAS E DISCRICIONARIEDADE**

A Teoria da Credibilidade da Política Monetária, tema de estudo de diversos economistas, busca compreender a importância da estabilidade de preços e a confiança nas ações da autoridade monetária, normalmente do Banco Central (BC), para alcançar esse objetivo. Como destaca Mendonça (2002),

Até o princípio dos anos 70 a política monetária era entendida como um instrumento de política econômica que deveria ser utilizado tendo como principal objetivo a sustentação de elevados níveis de emprego. Em meados dos anos 80, porém, o principal objetivo da política monetária tornou-se a busca da estabilidade dos preços.

Essa mudança ocorre em um contexto de grande instabilidade de preços, no período que coincidiu o fim de sistema de Bretton Woods, que vinculava o lastreamento do Dólar americano à quantidade de ouro do tesouro daquele país, e os dois choques de oferta do petróleo, ocorridos nessa mesma década. Nesse mesmo período, os estudos econômicos acerca do conceito de expectativas racionais dos agentes, que consideravam o livre acesso à informação por parte desses, apontavam a ineficácia de políticas de trade-off entre inflação e desemprego, como proposta pela Curva de Phillips.

Considerando então, que não seria possível a longo prazo "enganar" os agentes, Kydland & Prescott (1977) desempenharam um papel fundamental nos estudos sobre a credibilidade da política monetária. Eles enfatizaram a relação entre a política monetária e as expectativas dos agentes econômicos. Segundo eles, "a credibilidade do BC é essencial para evitar a formação de expectativas inflacionárias pelos agentes e para garantir que suas ações sejam consistentes com a estabilidade de preços", (Kydland & Prescott, 1977). Assim, ressaltam a importância de considerar as expectativas dos agentes econômicos na determinação dos resultados econômicos e destacam que a credibilidade é um fator-chave para a eficácia das políticas monetárias.

Em sua análise, eles atribuem a persistência da inflação à perda de reputação do governo, devido ao não cumprimento dos acordos previamente firmados com a sociedade, o que se denomina "viés inflacionário". Isso ocorreria quando os agentes econômicos não acreditassem plenamente que a autoridade monetária estivesse

comprometida com a estabilidade de preços. Logo, acreditam que o BC poderia ter incentivos políticos para permitir taxas de inflação mais altas, como estimular o crescimento econômico ou reduzir o desemprego no curto prazo. Como resultado, esperariam uma política monetária expansionista, o que leva a expectativas de inflação mais elevadas e, potencialmente, a um aumento real da inflação.

Nesse momento, surge o debate entre regras versus discricionariedade, problema que passa a despertar grande interesse na academia. Ele consiste na discussão se as autoridades políticas devem agir seguindo regras para determinar suas ações em todos os momentos ou deveriam otimizar a escolha dos instrumentos políticos a cada período diante da conjuntura.

Com um crescente consenso sobre a necessidade de credibilidade por parte das autoridades monetárias, ganha força a ideia de que deve haver regras pré-estabelecidas para a política monetária em oposição à adoção de políticas discricionárias que podem variar em função de interesses políticos e sociais. As ações discricionárias seriam ineficazes pois sua capacidade de gerar choques na economia seria neutralizada por um clima de desconfiança permanente, que anula os efeitos dessas políticas. Nesse sentido, as regras de política monetária desempenhariam um papel crucial. Ao estabelecer diretrizes claras para a condução da política monetária, as regras fornecem transparência e previsibilidade às ações do BC. Ao seguir uma regra preestabelecida, o BC sinaliza ao público sua intenção de manter a estabilidade de preços como objetivo prioritário, fortalecendo a credibilidade de suas ações.

A partir de então, com foco na busca pela estabilidade de preços, entra no centro do debate econômico a discussão sobre qual o modelo de regras deveria ser seguido pela autoridade monetária. Para que a autoridade monetária esteja livre das pressões e interesses que levam ao viés inflacionário, ela teria que atuar com grande nível de autonomia. Por isso, a chamada "independência do Banco Central", como proposta por Ken Rogoff (1985), também é um tema relevante no contexto da teoria da credibilidade da política monetária. Quando o BC possui autonomia para definir e implementar suas políticas sem interferência política, há, de acordo com essa teoria, maior confiança na sua capacidade de buscar a estabilidade de preços de forma consistente. Essa independência seria fundamental para que o BC pudesse adotar políticas monetárias que visem exclusivamente a estabilidade de preços, sem sofrer pressões políticas para buscar objetivos de curto prazo, como estimular o crescimento

econômico ou reduzir o desemprego. Assumindo-se a autoridade monetária como autônoma e seguidora de regras, as autoridades fiscais serão forçadas a reduzir seu déficit, já que não poderiam ampliar o nível de gasto e investimento via pressão por uma política monetária expansionista.

Os primeiros modelos de independência do Banco Central (IBC) visavam eliminar o viés inflacionário de políticas discricionárias e o uso político da política monetária. Nesses modelos, o BC adota um modelo de regras por períodos a fim de desenvolver sua reputação. Neles, o conceito de independência é resultado de outros dois: independência operacional, em que o BC tem à sua disposição os instrumentos necessários para que possa alcançar seus objetivos sem depender de nenhuma outra autoridade política; e independência de meta, que se refere à liberdade que o BC possui para definir qual o objetivo a ser alcançado. Nos modelos de primeira geração, o principal problema apontado é que a redução do viés inflacionário é obtida a custos de menor estabilização do produto, o que impossibilita alcançar o ótimo nível de bem-estar.

Nos modelos de segunda geração, a premissa é de que a estabilidade de preços é a meta natural do BC e o conceito de independência está associado apenas à independência operacional. Neles, a principal questão passa a ser quais mecanismos serão adotados para combater o viés inflacionário. Sua característica é um sistema de incentivo onde o retorno financeiro do BC esteja inversamente relacionado com a taxa de inflação. Porém, nesse modelo, se a redução da inflação for acompanhada por uma elevada taxa de desemprego por um longo período, pressões da sociedade sobre o governo conseqüentemente chegam ao BC, impliquem um esforço maior da autoridade monetária na busca da meta anunciada ou então na revogação do contrato. Portanto, sob essa estrutura, em períodos de alto nível de desemprego, há o aumento do risco da perda da credibilidade alcançada pela autoridade monetária e, por conseguinte, a possibilidade de maior custo para a estabilidade de preços no futuro.

Os modelos de terceira geração buscam combinar elementos dos dois primeiros na tentativa de eliminar os problemas apresentados por eles. Nesses novos modelos, destaca-se a proposta de um regime de meta inflacionária (Svensson, 1997), em que é assumido que o BC, com autonomia e característica conservadora, detém controle perfeito sobre a inflação. A isso é associado um nível de inflação desejado.

Porém, nesse modelo ainda há incertezas sobre as preferências do BC, visto que ele pode não ter o mesmo compromisso com o bem-estar que a sociedade e ser estimulado a utilizar o trade-off entre a política de estabilização do produto e o controle inflacionário.

Do debate sobre modelos de IBC, John Taylor (1993), propõe uma regra de política monetária que "pode ser vista como uma resposta a dois problemas que as autoridades monetárias enfrentam: o problema de credibilidade e o problema de política ótima", (Taylor, 1993). A chamada "regra de Taylor" estabelece uma relação entre a taxa de juros nominal, a taxa de inflação, a taxa de juros real de equilíbrio e o hiato do produto. Ao levar em consideração esses fatores, a regra de Taylor determina a taxa de juros nominal como uma forma de influenciar a inflação e o emprego.

Embora seja reconhecido que o Banco Central não pode afetar o crescimento do produto e o emprego no longo prazo, é observado que a política monetária tem influência sobre a inflação por meio de sua influência na atividade econômica e no emprego. Nesse sentido, espera-se que, ao buscar a estabilização da inflação, o emprego possa apresentar maior instabilidade para compensar os efeitos decorrentes da inflação. Nesse sentido, a regra de Taylor corresponde a uma regra de acompanhamento que permite o uso da política monetária quando há desvios em relação às metas de inflação e produto da economia. Essa abordagem flexível da política monetária é vista como uma alternativa mais eficaz para a estabilização econômica, considerando as diferentes variáveis envolvidas. Essa regra é considerada um arcabouço teórico importante para a definição de uma política monetária baseada em regras, pois incorpora tanto a estabilidade de preços quanto o impacto sobre a atividade econômica.

#### **4 O DEBATE ENTRE REGRAS E DISCRICIONARIEDADE NA POLÍTICA MONETÁRIA: METAS CAMBIAIS, METAS MONETÁRIAS E METAS DE INFLAÇÃO**

A condução da política monetária tem sido objeto de intenso debate na teoria econômica e nas discussões de política econômica. Em particular, o debate entre regras e discricionariedade na política monetária tem sido um tema central na busca pela estabilidade econômica e pela eficácia das ações do banco central. Esse debate, na política monetária, refere-se à discussão sobre a adoção de regras fixas e pré-estabelecidas versus a adoção de ações discricionárias e adaptativas por parte das autoridades monetárias.

Por um lado, os defensores das regras argumentam que a adoção de regras pré-estabelecidas e transparentes pode promover maior estabilidade econômica e evitar decisões arbitrárias e voláteis. As regras fixas proporcionam maior previsibilidade para os agentes econômicos, facilitando o planejamento e o investimento. A adoção de metas de inflação, por exemplo, fornece um marco claro para a política monetária e ajuda a ancorar as expectativas de inflação.

Por outro lado, os defensores da discricionariedade argumentam que a economia é complexa e dinâmica, exigindo que as autoridades monetárias tenham flexibilidade para se adaptar a novas informações e choques econômicos. A discricionariedade permite que o banco central ajuste a política monetária de acordo com as condições econômicas e objetivos específicos, possibilitando uma resposta mais rápida e eficaz a eventos imprevistos.

Assim, como explicam os economistas Fabio Giambiagi, Alexandre Mathias e Eduardo Velho (2006), o debate sobre a inflação acabou sendo dividido entre duas abordagens opostas: a ortodoxa, defensora da adoção de regras, que vê a inflação como um fenômeno monetário e preconiza metas de expansão monetária baixas; e a heterodoxa, voltada para a capacidade discricionária das autoridades, que considera fatores estruturais e muitas vezes negligencia a inflação. Diferentes regimes monetários têm sido propostos e adotados por diferentes países, cada um com suas características e implicações. O cenário evoluiu, resultando basicamente em três alternativas para políticas anti-inflacionárias: regimes de câmbio fixo, onde a taxa de câmbio ancora as expectativas; âncoras monetárias, que definem regras pré-

estabelecidas para a expansão das bases monetárias; e sistemas de metas de inflação, adotados por muitos países, incluindo o Brasil. Há ainda modelos híbridos, como o adotado pelo Federal Reserve System - FED, dos Estados Unidos.

#### 4.1 METAS CAMBIAIS E A RIGIDEZ MONETÁRIA

Um dos regimes monetários mais antigos é o das metas cambiais, que remonta aos padrões-ouro e prata do passado. Nesse regime, a âncora cambial envolve a determinação e a manutenção de um certo patamar para a taxa nominal de câmbio ou de sua evolução ao longo do tempo, também podendo ser estabelecidas faixas de variação conhecidas como "bandas cambiais". Uma das principais características do regime de metas cambiais é a abdicação de políticas monetárias ativas. Esse regime implica na fixação da taxa nominal de câmbio e, portanto, a política monetária não pode ser utilizada como instrumento para alcançar outros objetivos macroeconômicos, como estabilização do nível de preços ou controle do desemprego.

Para alcançar a âncora cambial, o banco central precisa manter estoques de moeda estrangeira como reservas, para lidar com flutuações na demanda do mercado cambial. Além disso, é importante que o banco central seja capaz de esterilizar os impactos monetários decorrentes de picos na oferta líquida de divisas.

O equilíbrio no mercado monetário é um conceito importante no regime de metas cambiais, pois supõe que a disponibilidade local de meios de pagamento seja igual à demanda por saldos monetários reais. Essa demanda por saldos monetários reais seria influenciada pela taxa nominal de juros, que representa o custo de oportunidade em termos de ganhos de juros com a retenção de riqueza financeira sob a forma monetária.

Como explicado por Canuto (1999), a rigidez monetária associada ao regime de metas cambiais resultaria em limitações para o banco central em lidar com choques econômicos e em ajustar a política monetária de acordo com as condições da economia. A taxa de câmbio fixa poderia gerar desalinhamentos e desequilíbrios, e a ausência de políticas monetárias ativas poderia dificultar a resposta a crises econômicas ou desequilíbrios externos.

Como a âncora cambial envolveria a abdicação de políticas monetárias ativas, tornaria a condução da política monetária dependente da disponibilidade de reservas

internacionais para lidar com flutuações na demanda do mercado cambial e esterilizar os impactos monetários decorrentes de picos na oferta líquida de divisas. Sobre essa situação, Canuto (1999) ressalta:

As necessidades de ingresso bruto de capital e endividamento externo bruto – ou de queima de reservas do banco central – passam a ter de cobrir não apenas o decréscimo no saldo comercial, como também, na presença de expectativas pessimistas quanto à sustentabilidade da política cambial, a fuga de capitais.

#### 4.2 ÂNCORA MONETÁRIA E FLEXIBILIDADE NA POLÍTICA MONETÁRIA

Enquanto a âncora cambial envolve a fixação da taxa nominal de câmbio, a âncora monetária permitiria ao banco central utilizar a política monetária como instrumento para atingir suas metas econômicas, como a estabilização dos preços e o controle da inflação.

Na âncora monetária, adota-se uma versão de regra monetária, liberando para flutuação a taxa nominal de câmbio. Friedman (1969) propôs como regra, através da Teoria Quantitativa da Moeda, que o crescimento dos agregados monetários deve ser constante e pré-estabelecido. Nas palavras do autor

Mais do que qualquer outra coisa, uma regra clara e conhecida de crescimento da quantidade de dinheiro é necessária para dar uma direção precisa à política monetária, para permitir que o público preveja com precisão a direção em que a política vai se mover e para minimizar a necessidade de decisões ad hoc.

Nesse regime, a taxa nominal de câmbio tenderia a seguir sua evolução determinada pelos diferenciais de taxas de inflação, o que significa que a taxa de câmbio flutua livremente, mas o equilíbrio entre os diferenciais de inflação mantém-se em constância. A taxa de juros nominal seria determinada de acordo com o equilíbrio no mercado monetário, e a taxa de inflação é endógena.

A âncora monetária, quando associada ao regime de metas de inflação, ofereceria maior flexibilidade na condução da política monetária, permitindo que o banco central ajustasse as taxas de juros conforme a evolução da economia e das condições de mercado. Isso tornaria possível o controle da inflação, ao mesmo tempo em que promoveria o crescimento econômico e a estabilidade.

### 4.3 METAS DE INFLAÇÃO E DISCRICIONARIEDADE RESPONSÁVEL

Um dos principais objetivos de uma política monetária eficiente é a busca pela estabilidade de preços, ou seja, controlar a inflação e evitar flutuações bruscas nos níveis de preços. Nesse sentido, as metas para a inflação têm se destacado como uma abordagem eficaz para promover a estabilidade dos preços, ao mesmo tempo em que permitiriam maior flexibilidade na condução da política monetária.

Ao adotar metas para a inflação, o banco central estabelece uma meta para a taxa de inflação e utiliza a taxa de juros como instrumento para atingir esse objetivo. As metas de inflação promoveriam maior transparência e previsibilidade, uma vez que o público e os agentes econômicos têm conhecimento das metas e das ações do banco central.

A adoção de um sistema de metas de inflação é, geralmente, precedida de um processo incisivo de desinflação. Nesse regime, um elemento crucial seria a definição de qual será o alvo de variação dos preços a ser perseguido a longo prazo, assim que completar-se o processo de desinflação. Ao estabelecer uma meta para a taxa de inflação, o banco central forneceria um sinal claro para a sociedade e os mercados sobre seus objetivos de política monetária.

No entanto, a condução da política monetária para atingir essas metas requereria um grau de discricionariedade por parte do banco central. O banco central precisaria avaliar constantemente os indicadores econômicos e ajustar as taxas de juros de acordo com a evolução da economia e as metas de inflação. O regime de metas de inflação pode ser considerado um híbrido entre a adoção de regras e poder discricionário

pois representa uma âncora nominal, ao mesmo tempo que deixa espaço para a existência de discricionariedade em caso de choques. Não se trata de um regime discricionário pleno, porque implica assumir objetivos e prazos definidos, mas também não é um regime de regras estritas, uma vez que, dentro de certos parâmetros, ele admite flexibilidade para considerar o custo em termos de produto na correção dos desvios. (GIAMBIAGI, MATHIAS, e VELHO, 2006)

A discricionariedade responsável implicaria em uma atuação cuidadosa e consistente do banco central, buscando alcançar os objetivos macroeconômicos de forma transparente e previsível. A transparência nas ações do banco central seria

fundamental para a credibilidade das metas de inflação e para a ancoragem das expectativas de inflação.

Ainda que apresente várias vantagens, esse regime, como destacam Fonseca, Peres e Araújo (2016), considera a inflação principalmente como um resultado da demanda e, portanto, sugere combater a inflação por meio de políticas monetárias restritivas, incluindo o aumento das taxas de juros. Há críticas a esse sistema por negligenciar outras causas da inflação, como a inflação de salários e lucros, inflação importada, choques de oferta, inflação de impostos e a persistência da inflação ao longo do tempo.

#### 4.4 EFEITOS DE POLÍTICAS MONETÁRIAS

Um aspecto importante a ser considerado na escolha entre diferentes regimes monetários é a possibilidade de ocorrência de efeitos de histerese. Em programas de estabilização com base em âncoras cambiais, por exemplo, a rigidez na adaptação para baixo da taxa de inflação poderia levar a um aumento na taxa real de juros e a efeitos recessivos sobre o mercado de bens e serviços.

Da mesma forma, a adoção de âncoras monetárias e de metas de inflação, poderia implicar em efeitos de histerese sobre os investimentos e a solvência dos agentes econômicos. Esses efeitos poderiam comprometer a eficácia das políticas e afetar a confiança dos agentes econômicos.

#### 4.5 ADOÇÃO DO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO PELO MUNDO

Países como Nova Zelândia, Canadá, Inglaterra, Suécia e Austrália adotaram o regime de metas de inflação nas décadas de 1990 e 2000, buscando estabilizar preços em contextos de preços nominais rígidos e mercados cambiais flutuantes. Entre os exemplos de países desenvolvidos, a Nova Zelândia se destaca por ser pioneira nesse regime, enquanto a Inglaterra serve de inspiração para o Brasil. A Suécia seria um modelo de combinação de credibilidade com flexibilidade e a Austrália é um exemplo de adaptação gradual do regime. Além disso, economias emergentes, como Israel, Chile e África do Sul, também implantaram regimes de metas de inflação que foram considerados exitosos, demonstrando sua viabilidade em diferentes regiões do mundo.

A pioneira Nova Zelândia é uma referência na arquitetura de política monetária. Sua abordagem é considerada transparente e ancora-se em um regime de metas de inflação. No início dos anos 1980, a inflação anual estava acima de 15%, resultando em uma taxa de 522% entre 1974 e 1988. Uma reforma no arranjo institucional do Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) ocorreu após um período de desinflação bem-sucedida. Desde 1985, o Banco Central operou uma política monetária desinflacionária, reduzindo a inflação de 16%, em 1985, para 7%, em 1989.

O marco legal do regime de metas surgiu em 1989. Ele estipula que o RBNZ deve promover a estabilidade de preços. O detalhamento operacional é feito por meio de um Acordo para a Política de Metas (Policy Targets Agreement - PTA), que define metas numéricas, prazos e cláusulas de escape. O sistema é parlamentarista, com o Ministro das Finanças assinando o PTA, que pode ser revisto e alterado, oferecendo flexibilidade, enquanto a autonomia operacional do RBNZ só pode ser suspensa em circunstâncias excepcionais.

É permitido ao governo eleito, decidir os objetivos da política monetária e o presidente do RBNZ pode ser removido se o Banco não cumprir suas funções. A configuração institucional busca equilibrar a estabilidade de preços com a flexibilidade para lidar com diferentes circunstâncias econômicas. A credibilidade da âncora permitiria ao Banco Central ajustar a política monetária de forma flexível para administrar a inflação.

A Inglaterra foi o modelo que inspirou a adoção do regime de metas de inflação no Brasil. Os ingleses aderiram ao sistema após um ataque especulativo em 1992 que levou à flutuação da libra. O Bank of England (BOE) adotou o regime de metas de inflação como âncora, fixando a meta próxima ao piso da banda de 1,0% a 4,0%. A independência instrumental foi concedida ao BOE, mas a fixação dos objetivos da política monetária permaneceu com o governo. O Tesouro ratifica anualmente a meta de inflação, mantendo a flexibilidade na sua definição.

O objetivo seria manter a estabilidade de preços para alcançar crescimento e emprego. O BOE deve manter a taxa acumulada em doze meses em linha com a meta, com ajustes graduais devido a choques externos e pode usar políticas discricionárias para a convergência gradual da inflação à meta.

A introdução gradual do regime de metas de inflação na Austrália começou nos anos 1980, após um período de câmbio flutuante. Após uma recessão em 1990-

91, a inflação foi controlada e referências a uma meta de inflação apareceram em 1992. O Reserve Bank of Australia (RBA) estabeleceu uma meta de inflação entre 2,0% e 3,0% em média ao longo do ciclo econômico. Ele é responsável pela política monetária e tem como principais objetivos a estabilidade da moeda, pleno emprego e prosperidade econômica.

O regime de metas de inflação é flexível na Austrália, não sendo um conjunto rígido de bandas, mas sim uma média ao longo de alguns anos, permitindo a consideração de fatores conjunturais de curto prazo. O governo pode intervir, mas isso é politicamente custoso, o que manteria a independência do Banco Central. O horizonte temporal aberto proporcionaria flexibilidade na administração de choques e refletiria a preocupação contínua com a adaptação às incertezas econômicas. A ênfase na flexibilidade seria uma característica proeminente do arranjo australiano.

Já o Chile, seria um exemplo bem-sucedido de economia emergente que adotou um regime de metas de inflação. Iniciou suas metas em 1991, com uma faixa de inflação acumulada em 12 meses de 15,0% a 20,0%, e ao longo dos anos, reduziu gradualmente essa meta para uma faixa de 2% a 4%. Esse processo de convergência para uma inflação estável ocorreu ao longo de cerca de 10 anos, a partir de 1991. No entanto, seu desempenho econômico teve altos e baixos. Na década de 1980, enfrentou uma inflação média de 21,4%, mas com a adoção do regime de metas de inflação em 1990, a inflação caiu para 3,3% em 1999. Desde então, a inflação média na década de 1990 foi de 11,7% a.a., mas caiu para uma média de 3,3% na primeira década dos anos 2000, e fechou em 4,4% em 2011. O processo de adoção do regime de metas de inflação e a busca pela estabilidade monetária foram acompanhados por um crescimento econômico, que passou de 1,97% em 1985 para 10,6% em 1989 e manteve uma média de 6,4% na década de 1990 e 4,2% na primeira década dos anos 2000.

A falha da âncora cambial no Brasil e na Argentina tornou inviável seu retorno, enquanto a eficácia do regime híbrido do FED seria devido à combinação de ortodoxia e liderança, característica distinta à das economias emergentes citadas. O Brasil adotou, então, o sistema de metas de inflação, em 1999. Desde então, o país tem enfrentado desvios significativos em relação às metas nos anos iniciais, especialmente em 2002, 2003, 2015 e 2021. No entanto, essa política é considerada

relativamente bem-sucedida, já que teria permitido lidar com situações desafiadoras, como desvalorizações, com impactos moderados na economia.

## **5 A IMPORTÂNCIA DAS REGRAS FISCAIS NA CONDUÇÃO DA POLÍTICA ECONÔMICA E SUA RELAÇÃO COM A POLÍTICA MONETÁRIA**

Na literatura econômica, a condução do regime de metas de inflação está associada não somente a medidas de cunho monetário, mas também ao equilíbrio fiscal nas contas públicas (Souza e Dias, 2016). Assim, assume-se como pressuposto para efetividade desse sistema que haja coordenação entre as políticas monetária e fiscal. Como a política monetária deve ter regras transparentes para sua condução, também seria necessário que as autoridades fiscais seguissem regras que primam pela higidez fiscal.

As regras fiscais têm potencial para corrigir incentivos perversos e conter pressões para o aumento de gastos públicos, especialmente em tempos de bonança, de modo a assegurar a responsabilidade fiscal e a sustentabilidade da dívida pública no longo prazo. (BROCHADO et al., 2019)

Sargent e Wallace (1981) mostraram que uma política monetária restritiva não seria viável a menos que seja apoiada por ajuste fiscal apropriado. Logo, as regras fiscais desempenhariam um papel crucial ao estabelecer limites e diretrizes para a gestão das finanças públicas. Elas seriam um instrumento para garantir a responsabilidade fiscal e ajudariam a ancorar as expectativas quanto ao futuro da política fiscal e das contas públicas. Assim, as regras fiscais têm uma relação intrínseca com a política monetária, uma vez que influenciam a dinâmica macroeconômica e podem afetar as expectativas dos agentes econômicos.

Com sua constante evolução, com o intuito de se tornarem mais eficazes ao longo do tempo, o uso de regras fiscais tornou-se uma prática disseminada em muitos países. Essa disseminação seria reflexo da busca por uma gestão mais responsável das finanças públicas, estabilidade fiscal e sustentabilidade da dívida no longo prazo, impedindo políticas fiscais irresponsáveis e desordenadas que poderiam prejudicar a estabilidade econômica. Elas estabelecem limites numéricos sobre agregados orçamentários, tais como despesas, receitas, resultado orçamentário e dívida pública. Ao fazer isso, as regras fiscais ajudariam a conter a expansão excessiva dos gastos públicos, prevenindo o desequilíbrio das contas governamentais.

## 5.1 AS REGRAS FISCAIS BRASILEIRAS

No contexto brasileiro, as regras fiscais têm desempenhado um papel significativo na tentativa de restringir a expansão das despesas públicas e controlar o endividamento. A seguir estão descritas as principais regras fiscais vigentes no Brasil.

**Regra de Ouro:** é a regra fiscal mais antiga em vigor no país, estabelecida na Constituição Federal de 1988. Ela proíbe o governo de realizar operações de crédito que excedam o montante das despesas de capital, a menos que sejam autorizadas pelo Poder Legislativo, ou seja, proíbe que o Estado emita dívida para financiar gastos correntes.

**Meta para o Resultado Primário:** instituída pela Lei de Responsabilidade Fiscal em 2000, essa regra estabelece metas para o resultado primário do governo, ou seja, a diferença entre as receitas e despesas primárias.

**Teto dos Gastos:** introduzido em 2016 pela Emenda Constitucional nº 95, o teto dos gastos estabelece limites para as despesas primárias do governo, individualizados por poder ou órgão, por um período de 20 anos. Essa regra busca conter a expansão das despesas, promovendo o controle do déficit público.

**Limites para a Dívida:** prevista na Constituição e na Lei de Responsabilidade Fiscal. Sua regulamentação para a União ainda não foi estabelecida, ainda que a fixação de limites para a dívida seja uma prática internacionalmente reconhecida.

Essas regras fiscais desempenham um papel fundamental na elaboração do orçamento público, ao servir como balizadores e guias para a formulação das políticas de receitas e despesas governamentais. Ao estabelecerem limites numéricos sobre diversos agregados orçamentários, como despesas totais, gastos por categoria e resultado primário, as regras fiscais devem orientar os gestores públicos na definição das prioridades e na alocação eficiente dos recursos. Além disso, elas forneceriam um arcabouço normativo que delimitaria a capacidade de endividamento do governo e a trajetória desejada para a dívida pública. Dessa forma, as regras fiscais não apenas contribuiriam para a busca da responsabilidade fiscal, mas também influenciariam diretamente o processo de elaboração, discussão e aprovação do orçamento, promovendo a transparência, a previsibilidade e a confiabilidade das finanças públicas.

## 5.2 O FUNCIONAMENTO DO ORÇAMENTO PÚBLICO BRASILEIRO

O orçamento público determina a alocação de recursos financeiros para diversas atividades e projetos governamentais, impactando diretamente a vida dos cidadãos e o desenvolvimento da nação como um todo. No Brasil, o orçamento público é composto por uma série de instrumentos de planejamento e leis, sendo guiado por princípios de transparência, eficiência e responsabilidade fiscal. Ele é elaborado e executado anualmente, seguindo um processo estruturado e legalmente estabelecido. Esse processo é regido por três instrumentos principais, previstos na Constituição Federal de 1988: o Plano Plurianual (PPA), a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) e a Lei Orçamentária Anual (LOA).

O Plano Plurianual (PPA) é o primeiro componente desse sistema e estabelece as diretrizes, os objetivos e as metas do governo para um período de quatro anos. Ele serve como um guia estratégico para a atuação governamental, definindo as áreas prioritárias de investimento e os programas que serão desenvolvidos ao longo desse período. O PPA cria uma visão de longo prazo e orienta as políticas públicas, sendo revisado a cada quatro anos para se adequar às mudanças sociais, econômicas e políticas.

A Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) é o segundo instrumento e tem como principal função estabelecer as metas e as prioridades para a elaboração do orçamento do ano seguinte, ou seja, da Lei Orçamentária Anual (LOA). A LDO define limites para os gastos, critérios para a alocação de recursos e parâmetros econômicos que serão utilizados na elaboração do orçamento anual. Além disso, a LDO também orienta a execução do orçamento ao longo do ano, assegurando que os gastos estejam alinhados com as políticas estabelecidas pelo governo.

A Lei Orçamentária Anual (LOA) é o terceiro componente e é o instrumento que detalha de forma minuciosa as receitas estimadas e as despesas fixadas para o ano seguinte. Ela descreve em quais projetos, programas e atividades os recursos públicos serão investidos. A LOA é composta por diversos quadros e tabelas que apresentam a distribuição dos recursos por órgão, programa, projeto e atividade, proporcionando uma visão abrangente das prioridades governamentais.

O processo de elaboração do orçamento público brasileiro começa com o envio, por parte do Poder Executivo, do projeto da LOA ao Congresso Nacional. Esse projeto é analisado e debatido pelos parlamentares, que podem propor emendas e

ajustes. Uma vez aprovada pelo Congresso Nacional, a LOA se transforma em lei e entra em vigor no início do ano fiscal, então, o governo passa a executar os gastos de acordo com o que foi estabelecido no orçamento.

As receitas do orçamento público provêm principalmente da arrecadação de tributos, como impostos, taxas e contribuições, mas além das receitas tributárias, o governo pode recorrer a outras fontes de recursos para financiar suas despesas. Isso inclui empréstimos, emissão de títulos públicos e rolagem da dívida. Assim, pode-se perceber uma interação direta entre a política fiscal e a política monetária, uma vez que a emissão de títulos e o alcance das metas de inflação envolve um delicado equilíbrio. “É necessário que o orçamento e seus possíveis déficits possam ser financiados por uma combinação de senhoriagem escolhida pela autoridade monetária e por títulos públicos ofertados ao público” (SARGENT E WALLACE, 1981).

### 5.3 OS OBJETIVOS DAS REGRAS FISCAIS E A RELAÇÃO COM DOMINÂNCIA MONETÁRIA E FISCAL

A coordenação entre regras fiscais e política monetária seria fundamental para evitar conflitos e promover um desenvolvimento eficaz das políticas macroeconômicas. Portanto, as regras fiscais desempenham um papel fundamental no complexo tabuleiro da política econômica, onde as peças da política fiscal e política monetária estão em constante movimento. Nesse conjunto, elas se colocariam como um mecanismo fundamental para assegurar a estabilidade e a sustentabilidade financeira a médio e longo prazo.

Essas regras, ao estabelecerem limites numéricos sobre agregados orçamentários, tais como despesas, receitas, resultado orçamentário e dívida pública, desempenham um papel crucial sobre as ações governamentais. Neste contexto, os conceitos de dominância monetária e dominância fiscal ganham relevância, destacando a interdependência entre as políticas fiscal e monetária para a convergência para um equilíbrio estável ao longo prazo da razão entre a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e o Produto Interno Bruto (PIB).

Haverá dominância monetária se a autoridade monetária determinar suas escolhas de oferta de moeda ou taxas de juros de forma independente, impondo à autoridade fiscal o nível de senhoriagem disponível como receita. Nesse cenário, a política monetária tem o controle sobre o estoque de moeda e o nível de preços,

enquanto a autoridade fiscal opera dentro das condições impostas pela política monetária, respeitando suas regras.

O regime de dominância monetária é aquele em que as autoridades monetárias determinam a quantidade de receita que será ofertada pela autoridade fiscal a partir de senhoriagem para o período presente e todos os subsequentes. Neste caso, a autoridade fiscal é passiva e tem os seus gastos restringidos pela função de demanda por títulos, sendo necessário gerar superávits primários compatíveis com a estabilização da relação DLSP/PIB, de modo que a autoridade monetária ativa não é forçada a monetizar a dívida pública, possibilitando manter o controle do nível de preços. (Souza e Dias, 2016)

Por outro lado, "o regime de dominância fiscal é aquele em que a política fiscal é realizada dando menos importância à estabilização da relação DLSP/PIB" (Souza e Dias, 2016). Nessa situação, são especificados os níveis de títulos públicos e senhoriagem necessários para compor as receitas. Nessa abordagem, a política monetária assume um papel secundário, subordinada ao objetivo de gerar superávits por meio de senhoriagem. Quando as receitas vindas da venda de títulos não cobrem o déficit fiscal, a autoridade monetária precisa expandir a base monetária, o que pode levar ao aumento da oferta de dinheiro para financiar gastos e, possivelmente, resultar em inflação.

Esses conceitos de dominância monetária e fiscal evidenciam a estreita relação entre a condução das políticas fiscal e monetária e a importância das regras fiscais como guias para coordenar essas políticas. As regras fiscais proporcionam o terreno fértil para a coordenação eficiente entre as políticas, permitindo que a política fiscal seja conduzida de maneira responsável e que a política monetária atue de forma eficaz na busca da estabilidade macroeconômica. Quando ambas as políticas seguem um conjunto claro de diretrizes, as chances de conflitos e desequilíbrios seriam reduzidas, proporcionando um ambiente econômico mais previsível e saudável.

Assim, as regras fiscais não apenas promoveriam a sustentabilidade fiscal, mas também desempenham um papel fundamental na relação entre política fiscal e política monetária. Elas estabelecem parâmetros que permitiriam uma coordenação mais eficiente entre essas políticas, evitando cenários de dominância que poderiam prejudicar a estabilidade econômica. Ao ancorar as expectativas dos agentes econômicos e mitigar a incerteza sobre os rumos da economia, as regras fiscais

contribuiriam para a confiança dos investidores, para a previsibilidade das políticas e para a estabilidade do ambiente de negócios.

## **6 O PLANO REAL: ESTABILIZAÇÃO E DESAFIOS ECONÔMICOS NA DÉCADA DE 1990**

O Plano Real representou um marco positivo na estabilização econômica do Brasil, encerrando décadas de inflação descontrolada. No entanto, também trouxe consigo desafios e ajustes constantes para lidar com as oscilações cambiais, desequilíbrios comerciais e pressões inflacionárias.

Implementado no Brasil na década de 1990, ele constituiu um marco histórico na economia do país ao interromper o processo de alta inflação crônica que havia assolado a nação por décadas. A iniciativa, lançada em meados de 1994, teria não apenas trazido estabilidade de preços, mas também desencadeado transformações profundas no cenário econômico e político do Brasil.

Ao longo das décadas anteriores, o Brasil enfrentou uma série de tentativas frustradas de controlar a inflação, incluindo os planos Cruzado, Bresser, Verão, Collor I e Collor II. Foi somente com o Plano Real que se conseguiu interromper o ciclo de inflação descontrolada que havia se intensificado a partir dos anos 1980. Esse plano ambicioso de estabilização foi implementado em três fases distintas entre 1993 e o início de 1999. Como explica Modenesi (2005), as fases que caracterizam a condução da política econômica entre os anos de 1994 e 1999 foram: (i) ajuste fiscal; (ii) reforma monetária; e (iii) utilização de âncoras nominais (monetária e, sobretudo, cambial).

A primeira fase envolveu um ajuste fiscal de curto prazo, com a criação do Plano de Ação Imediata e do Fundo Social de Emergência. Esse ajuste visava equilibrar as contas públicas e controlar os gastos do governo, para criar uma base sólida para a estabilização econômica. A segunda fase foi marcada pela desindexação da economia, através da introdução de uma unidade de conta plenamente indexada, a Unidade Real de Valor (URV), que posteriormente se tornou a moeda oficial do país, o Real. Essa reforma monetária teve como objetivo reduzir a inércia inflacionária, ao desvincular os preços passados da formação dos preços futuros.

Uma das âncoras centrais da terceira fase do Plano Real foi a taxa de câmbio. Inicialmente, a taxa de câmbio sobrevalorizada foi utilizada para conter a inflação, tornando os produtos importados mais competitivos e, assim, controlando a alta de preços internos. Essa estratégia contribuiu significativamente para a redução da inflação: em 1994, a taxa inflacionária atingiu 2,075%, um contraste gritante em

relação aos anos anteriores. No entanto, a manutenção prolongada de uma taxa de câmbio artificialmente valorizada também teria trazido consequências.

Como explicam Fonseca, Peres e Araújo (2016), o crescimento da demanda interna, combinado com a valorização cambial, teria resultado em um aumento das importações e em desequilíbrios na balança comercial e na conta corrente. Esses desafios econômicos foram enfrentados pelo governo, que adotou uma política monetária restritiva para controlar a inflação e atrair investimento externo. Isso teria levado a uma elevação das taxas de juros, atraindo capitais estrangeiros, mas também contribuído para a formação de um ambiente propício para a valorização cambial.

A conjuntura internacional também teve impacto no Plano Real. As crises financeiras no leste asiático e na Rússia, na segunda metade dos anos 1990, desencadearam um ambiente global de aversão ao risco. Isso teria resultado em ataques especulativos contra o real, colocando pressão adicional sobre a economia brasileira. O governo, então, recorreu ao aumento das taxas de juros para conter a fuga de capitais e estabilizar a moeda.

Em janeiro de 1999, diante das crescentes pressões, o Brasil adotou um regime de câmbio flutuante, permitindo que a taxa de câmbio fosse determinada pelo mercado. Esse movimento teria levado a uma intensa depreciação do real e exigiu novos ajustes na política econômica. O Banco Central do Brasil manteve sua atenção na contenção da inflação, aumentando novamente as taxas de juros para evitar pressões inflacionárias decorrentes da desvalorização cambial.

## 6.1 O TRIPÉ DE POLÍTICA ECONÔMICA NO BRASIL: METAS DE INFLAÇÃO, CÂMBIO FLEXÍVEL E SUPERÁVIT FISCAL

Desde então, a trajetória econômica do Brasil tem sido marcada por uma interseção complexa entre os pilares do tripé de política econômica adotado naquele contexto: rigidez fiscal, metas de inflação e desindexação cambial. Esse tripé, "amparado no chamado consenso macroeconômico que preponderou até a crise global de 2008" (NASSIF, 2015), tinha como objetivo estabilizar o ambiente econômico e gerar crescimento sustentável, controlando a inflação, gerando superávits nas finanças públicas e permitindo que o câmbio se ajustasse de forma flexível de acordo com o mercado.

A política cambial está ligada ao equilíbrio externo, pois variações cambiais impactariam diretamente as contas externas e a dívida denominada em moeda estrangeira. A administração das taxas de câmbio poderia ser importante para proteger a competitividade das exportações e importações. A volatilidade cambial poderia afetar a balança comercial e, por outro lado, sua fixação poderia resultar no fenômeno da inflação importada. Mesmo com o regime de câmbio flutuante, intervenções pontuais do BCB no mercado cambial costumam ser realizadas para evitar flutuações excessivas.

Nesse contexto, a nova política monetária teve um papel crucial na busca por controlar a inflação, com a adoção do regime de metas de inflação (RMI), que envolveu o compromisso do Banco Central do Brasil (BCB) em manter a inflação dentro de limites predefinidos. Esse comprometimento teria trazido estabilidade às expectativas dos agentes econômicos e ajudado a eliminar o risco de retorno à hiperinflação. No entanto, a estratégia de buscar baixas taxas de inflação também teria resultado em taxas de juros historicamente elevadas. Essa abordagem, considerada conservadora, tem sido frequentemente debatida em termos de seus impactos no crescimento econômico e no investimento (Modenesi, 2010).

Como o Regime de Metas de Inflação (RMI) tem sido um dos pilares centrais da política econômica no Brasil e em muitos outros países, os resultados desse regime têm gerado debates e questionamentos. O RMI assume que o ajuste da taxa de juros tem um impacto direto sobre a inflação, buscando conter as pressões inflacionárias antes que elas se consolidem. No entanto, uma das principais questões levantadas seria uma aparente desconexão entre a taxa de juros e a inflação. Como indicado no Modenesi (2010), essa relação nem sempre se mostraria tão direta quanto se espera. O autor aponta que a sensibilidade da inflação à taxa de juros seria baixa, o que significaria que a variação da taxa de juros não resultaria, necessariamente, em uma resposta proporcional na inflação. Isso teria levado a situações em que o Banco Central do Brasil (BCB), apesar de praticar taxas de juros elevadas, não conseguiria cumprir as metas de inflação.

Isso leva também, ao debate sobre persistência de taxas de juros elevadas mesmo após a consolidação da estabilidade de preços. A taxa Selic real no Brasil teria se mantido em patamares consideravelmente altos por um longo período, mesmo quando a inflação estava sob controle. Isso levanta questionamentos sobre a

necessidade e os efeitos dessa postura conservadora na política monetária. Enquanto outros países teriam adotado taxas de juros mais baixas para promover o crescimento econômico, o Brasil teria mantido taxas elevadas, o que pode ter tido impactos negativos sobre o investimento e o consumo.

Além disso, o RMI não atuaria isoladamente, sendo afetado por diversos fatores econômicos e políticos. A política monetária também interagiria diretamente com a política fiscal. Como explicam Giambiagi, Mathias e Velho (2006), o equilíbrio entre responsabilidade fiscal e controle inflacionário seria delicado.

A comparação entre as estruturas de política monetária revela que os detalhes dependem de diferenças estruturais – tipo e montante dos débitos, composição do sistema financeiro, grau de abertura da economia, dependência de commodities, disciplina fiscal etc. (GIAMBIAGI, MATHIAS E VELHO, 2006)

A estabilidade econômica e o controle da inflação, portanto, dependeriam também do equilíbrio das contas públicas e da coordenação entre as políticas fiscal e monetária. Uma política fiscal considerada não responsável, com gastos excessivos e déficits, poderia criar pressões inflacionárias e limitar a eficácia da política monetária. Superávits primários seriam necessários para garantir a sustentabilidade da dívida pública e manter a confiança dos investidores. Eles serviriam como instrumento para evitar a “dominância fiscal”, ao trazer o estoque da dívida pública em relação ao PIB para um nível relativamente baixo e sustentável.

No entanto, a busca excessiva por superávits poderia criar pressões deflacionárias e afetar adversamente o crescimento. A coordenação entre política fiscal e política monetária seria, portanto, fundamental para evitar conflitos e promover a estabilidade econômica geral. Nassif (2015) salienta que o dentro do regime de metas adotado no Brasil, que considera a taxa básica de juros de curto prazo como único instrumento para manter estável o nível geral de preços, a política fiscal ficaria relegada a um papel secundário na determinação do produto efetivo real. Assim, para permitir que as taxas de juros reais se reduzam estruturalmente a implementação bem-sucedida do RMI requereria uma abordagem que considerasse as interações entre os diversos aspectos da economia.

## 7 CONCLUSÕES

Para alcançar o objetivo de entender os aspectos teóricos e conjunturais que levaram à adoção do regime de metas de inflação no Brasil, foi essencial desvendar as complexidades subjacentes às políticas monetárias e suas implicações na busca pela estabilidade econômica e desenvolvimento sustentável. Isso levou a uma exploração pelo campo da macroeconomia, abordando temas como a evolução da teoria econômica, o debate entre regras e discricionariedade, o desenvolvimento da política monetária, o papel das regras fiscais e o caso do emblemático Plano Real.

Ao revisitar a evolução da teoria macroeconômica, o trabalho proporcionou ideias sobre o arcabouço teórico que fundamentou a adoção do regime de metas de inflação. Desde as contribuições pioneiras de John Maynard Keynes até as discussões contemporâneas pós-crise financeira de 2008-2009, foi possível perceber como a teoria econômica evoluiu e adaptou-se às complexidades do cenário econômico global. O desenvolvimento da política monetária revelaria a transformação das abordagens adotadas ao longo do tempo, desde metas cambiais até o enfoque na inflação. Esse processo elucidava como as escolhas entre diferentes regimes monetários estariam ligadas ao debate sobre regras e discricionariedade. Esse debate ecoa na forma como os bancos centrais conduzem suas políticas.

No contexto da busca pelo equilíbrio entre a rigidez das regras pré-definidas e a flexibilidade das decisões discricionárias, o regime de metas de inflação se destacaria como um esforço para unir elementos de ambas as abordagens, proporcionando uma estrutura que combinaria a previsibilidade das regras com algum grau de adaptabilidade das ações discricionárias. Ao unir essas abordagens, o RMI procuraria transmitir credibilidade à autoridade monetária, ancorando as expectativas dos agentes econômicos por meio de metas claras de inflação. Simultaneamente, incluiria elementos de discricionariedade, permitindo ajustes em resposta a choques exógenos imprevistos.

Em suma, seria possível concluir que o regime de metas de inflação tornou-se amplamente utilizado no mundo devido a razões que se baseiam tanto nas teorias econômicas quanto nas experiências práticas dos países que o adotaram:

Credibilidade e transparência: o RMI ofereceria um sistema claro e transparente de definição de metas de inflação a serem alcançadas, transmitindo

credibilidade à autoridade monetária e criando um ambiente de previsibilidade para os agentes econômicos.

Âncora para expectativas: ao definir metas de inflação, o RMI criaria uma âncora para as expectativas de inflação, ajudando a ancorar as taxas de juros de longo prazo e a influenciar as decisões de política econômica.

Flexibilidade controlada: embora baseado em metas de inflação, o RMI também permitiria alguma flexibilidade para os bancos centrais ajustarem suas políticas de acordo com choques econômicos inesperados.

Combate à inflação: o RMI é projetado para controlar a inflação, que é um objetivo importante para a estabilidade econômica.

Redução da discricão: ao definir metas claras e transparentes, o RMI reduziria a possibilidade de manipulação política das taxas de juros e outras políticas monetárias.

Experiências bem-sucedidas: a ampla adoção bem-sucedida do RMI em diversos países demonstraria que esse regime poderia efetivamente controlar a inflação e promover a estabilidade econômica e incentivaria outros países a considerar essa abordagem.

Ao buscar compreender o contexto da adoção do regime de metas de inflação no Brasil, o estudo buscou as características da implementação do Plano Real e a importância das regras fiscais na condução da política econômica e sua relação com a política monetária. A exploração das regras fiscais vigentes no Brasil e a compreensão do funcionamento do orçamento público brasileiro revelariam a necessidade de coordenar as políticas fiscal e monetária.

Nesse contexto, pudemos concluir quais seriam os determinantes para a transição do regime de âncora cambial para o tripé macroeconômico, que inclui o regime de metas de inflação, anos após a introdução do Plano Real. Essa transição refletiria a busca por políticas mais flexíveis e adaptativas, capazes de enfrentar as complexidades do ambiente econômico global e promover a estabilidade sustentável.

Logo, evidenciam-se que algumas características do regime de meta cambial contribuiriam para essa mudança. A âncora cambial, que mantinha o real atrelado ao dólar, tornaria o país vulnerável a flutuações cambiais abruptas e a mudanças nas condições financeiras globais. Ela não permitiria uma resposta eficaz a choques internos, pois a rigidez da taxa de câmbio limitaria a capacidade do país de ajustar

sua política econômica de maneira apropriada. O regime de âncora cambial focava principalmente na estabilidade cambial, sendo limitador da operação da política monetária para objetivos importantes da política econômica, como a busca pela estabilidade de preços, o equilíbrio fiscal.

Assim, a adoção do tripé macroeconômico, que inclui o regime de metas de inflação, refletiria uma resposta à necessidade de políticas mais equilibradas, flexíveis e integradas. A observação das experiências de outros países mostraria que regimes de metas de inflação, que combinam a busca pela estabilidade de preços com uma flexibilidade maior da taxa de câmbio, poderiam ser mais eficazes na promoção da estabilidade econômica. Após a introdução do Plano Real, o Brasil teria condições de formulação e implementação de políticas econômicas que permitiria uma transição para abordagens mais sofisticadas, como o tripé macroeconômico, que envolve uma combinação de metas de inflação, superávit primário e câmbio flutuante. O RMI ofereceria uma abordagem mais completa para lidar com os desafios cambiais, de inflação e de política fiscal.

No entanto, o regime de metas de inflação não estaria isento de críticas. Há argumentos de que ele poderia levar a um foco excessivo na estabilidade de preços, negligenciando outras dimensões importantes da política econômica, como o emprego e o crescimento. Além disso, a capacidade limitada dos bancos centrais em prever e responder a choques exógenos ainda representaria um desafio para a eficácia do regime.

Em resumo, o RMI teria ganhado popularidade global devido à sua capacidade de combinar regras claras, credibilidade, transparência e uma certa flexibilidade controlada. No Brasil, sua adoção seria resultado tanto do debate teórico quanto das experiências empíricas ao redor do mundo em um momento em que, a despeito do sucesso do Plano Real, sua política monetária enfrentava dificuldades na estabilização da economia. Ainda assim, através teriam sido consolidadas as condições de maturidade econômica para a adoção do tripé macroeconômico que inclui o regime de metas de inflação.

## REFERÊNCIAS

- BROCHADO, A; BARBOSA, F.; LEISTER, M.; MARCOS, R.; MOTA, T.; SBARDELOTTO, T.; ARAÚJO, V. **Regras Fiscais: uma proposta de arcabouço sistêmico para o caso brasileiro**. Brasília: STN, Texto para discussão nº 31, 2019.
- CANUTO, O. **Regimes de Política Monetária em Economias Abertas**. Texto para discussão, IE/UNICAMP. Campinas: Unicamp, n.92, 1999.
- FONSECA, M. R. R.; PERES, S. C.; ARAÚJO, E.C. **Regime de Metas de Inflação: análise comparativa e evidências empíricas para países emergentes selecionados**. Rev. Econ. Contemp., v. 20, n. 1, p. 113-143, 2016.
- FRIEDMAN, Milton. **The Optimum quantity of money and other essays**. Aldine Publishing Co., Chicago, 1969
- GADELHA, S. R. DE B. **Introdução ao Orçamento Público: entendendo o orçamento público**. Escola Nacional de Administração Pública (ENAP). Brasília, 2017.
- GIAMBIAGI, F.; MATHIAS, A.; VELHO, E. **O aperfeiçoamento do Regime de Metas de Inflação no Brasil**. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2006.
- KEYNES J. M. **The General Theory of Employment, Interest, and Money**. Macmillan: London, 1936
- KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. **Rules rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Planes**, Journal of Political Economy, vol. 85, pp. 473-91, 1977
- MALLMANN, M. **Dominância Fiscal: uma revisão da literatura teórica e empírica**. 2017.
- MENDONÇA, H. F. **A Teoria da Credibilidade da Política Monetária**. Revista de Economia Política, vol. 22, nº 3 (87), pp. 429-448, 2002.
- MODENESI, A. M. **Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005.
- MODENESI, A. M. **Política monetária no Brasil pós-plano real (1995-2008): um breve retrospecto**. Economia & Tecnologia, Curitiba, v. 21, p. 21-30, 2010.
- NASSIF, A. **As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira**. Revista de Economia Política, v. 35, p. 426-443, 2015.
- ROGOFF, K. **The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target**. The Quarterly Journal of Economics, November 1985.

SARGENT, T. J. e WALLACE, N. **Some Unpleasant Monetarist Arithmetic.** Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 5. n. 3, Witter, 1981.

SOUZA, J. B. L.; DIAS, M. H. A. **Dominância Fiscal e seus Impactos na Política Monetária: Uma Avaliação para a Economia Brasileira.** 2016.

SVENSSON, L. **Optimal Inflation Targets, “Conservative” Central Banks, and Linear Inflation Contracts.** The American Economic Review, 87(1), March 1997.

TAYLOR, J.B. **Discretion Versus Policy Rules in Practice.** Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, N. 39, 1993.

TRICHES, D. **Uma Resenha da Evolução das Regras de Política Monetária.** 2013.

VROEY, M. DE; MALGRANGE P. **The History of Macroeconomics from Keynes’s General Theory to the Present.** IRES, 2011.

