

GUSTAVO JORGE SILVA

**Acordes dissonantes:
A fragmentação institucional das políticas
monetária e cambial brasileiras na Grande
Recessão**

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Dr. Luís Fernando Massonetto

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

2019

GUSTAVO JORGE SILVA

**Acordes dissonantes:
A fragmentação institucional das políticas
monetária e cambial brasileiras na Grande
Recessão**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Econômico e Financeiro, sob a orientação do Professor Dr. Luís Fernando Massonetto.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

2019

Autorizo a reprodução e a divulgação total e parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo da Publicação

Serviço de Biblioteca e Documentação

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Silva, Gustavo Jorge

Acordes dissonantes: A fragmentação institucional das políticas monetária e cambial brasileiras na Grande Recessão ; Gustavo Jorge Silva ; orientador Luís Fernando Massonetto -- São Paulo, 2019.

183

Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Direito Direito Econômico, Financeiro e Tributário) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2019.

1. Moeda. 2. Política Monetária. 3. Política Cambial. 4. Banco Central do Brasil. 5. Conselho Monetário Nacional. I. Massonetto, Luís Fernando, orient. II. Título.

Nome: SILVA, Gustavo Jorge.

Título: Acordes dissonantes: A fragmentação institucional das políticas monetária e cambial brasileiras na Grande Recessão.

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Econômico e Financeiro, sob a orientação do Professor Dr. Luís Fernando Massonetto.

Depósito em 2019. Aprovado em:

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

*“... und alle Wissenschaft wäre überflüssig, wenn die Erscheinungsform
und das Wesen der Dinge unmittelbar zusammenfielen”*

Karl Marx

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, Júlia e Jorge, que encararam todas as dificuldades, sem nunca me deixar faltar um lápis, um caderno ou um abraço, e sempre me incentivaram a estudar e conhecer mais um pouco. Esse trabalho também é de vocês, da primeira até a última palavra.

Agradeço ao meu já há alguns anos orientador, Professor Luís Fernando Massonetto, que me viu acertar e errar, mas sempre me ajudou a refletir e a procurar formas de refinar meu pensamento. Foi também gratificante poder, pela segunda vez, coordenar o Grupo de Estudos Direito e Regulação do Capitalismo (GEDIRC), grupo de estudos pelo qual eu tenho tanto carinho e que efetivamente me aproximou dos debates sobre Direito Econômico e Economia Política. Obrigado por acreditar no meu projeto e no meu trabalho.

Aos Professores José Tadeu de Chiara e Fernando Monteiro Rugitsky, por terem aceitado participar do meu exame de qualificação e terem me fornecido indicações muito relevantes, que permitiram que eu conseguisse estruturar esta Dissertação.

Sou muito grato também aos meus colegas do GEDIRC dos tempos de Graduação, que acabaram se tornando também meus colegas de orientação nesse Mestrado e me ajudaram com valiosos conselhos e dicas de bibliografia. Agradeço a todos os amigos e amigas que me prestaram assistência e me renderam apoio incondicional nesses últimos anos e, especialmente, nos últimos meses.

Agradeço a todos que trataram do tema desta Dissertação antes de mim. Tudo o que essas páginas dizem paga tributo ao pensamento de vocês.

Meu desejo é que este trabalho, de alguma forma, sirva para que este país cresça e se desenvolva com inclusão. Que possamos ser muitos mais nos cursos de Pós-Graduação, Mestrados e Doutorados, discutindo abertamente as leis e a política sobre as quais foi erguido o Brasil, para que possamos melhorá-lo, sem que haja retrocesso, repressão ou obscurantismo.

RESUMO

SILVA, Gustavo Jorge. Acordes dissonantes: A fragmentação institucional das políticas monetária e cambial brasileiras na Grande Recessão. fls. 183. Mestrado em Direito. Faculdade de Direito, Universidade São Paulo. São Paulo. 2019.

A presente Dissertação tem por objetivo expor, do ponto de vista jurídico, a particularidade das medidas tomadas em relação à gestão das políticas monetária e cambial no Brasil entre setembro de 2008, data que marca o início da fase mais aguda da Grande Recessão, e agosto de 2011, ocasião em que o conjunto de medidas que veio a formar o que ficou conhecido como Nova Matriz Econômica passou a se estruturar. Ao longo desse período de pouco menos de três anos, é notável uma substancial fragmentação da gestão dessas políticas, até então formalmente concentrada no Conselho Monetário Nacional e no Banco Central do Brasil. Embora o mandato legal dessas duas instituições sobre as políticas monetária e cambial não tenha cessado em momento algum, chama a atenção que a atuação delas nesses campos tenha sido ladeada pela de outros agentes como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; o Banco do Brasil S.A.; a Caixa Econômica Federal; a Secretaria do Tesouro Nacional; o Ministério da Fazenda (sucedido pelo atual Ministério da Economia); e mesmo a Presidência da República e agentes privados como o Fundo Garantidor de Créditos. A Dissertação indica que essa fragmentação se deu por conta da insuficiência dos instrumentos típicos de política monetária e cambial aplicados pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil desde 1999, quando da adoção do chamado “tripé” macroeconômico. Argumenta-se que o quadro normativo e institucional vigente no Brasil até a Grande Recessão – que, em grande medida, segue em vigência – continha limitações estruturais, que se tornaram evidentes diante dos efeitos da Grande Recessão. Entende-se que essas limitações possuem causas históricas e dadas por uma dinâmica que contrapõe interesses domésticos e externos no processo de criação das normas e instituições de política monetária e de política cambial. Faz-se uso de uma metodologia tomada das Relações Internacionais para estruturar esse entendimento. A conclusão aponta para a necessidade de que seja aberto o debate sobre as normas e instituições relacionadas à política monetária e à política cambial no Brasil.

PALAVRAS-CHAVE: 1. Moeda. 2. Política Monetária. 3. Política Cambial. 4. Banco Central do Brasil. 5. Conselho Monetário Nacional.

ABSTRACT

SILVA, Gustavo Jorge. *Acordes dissonantes: A fragmentação institucional das políticas monetária e cambial brasileiras na Grande Recessão*. p. 183. Master in Law. Faculty of Law, University of São Paulo. São Paulo. 2019.

The purpose of this Dissertation is to show, from the legal standpoint, the particularity of the measures adopted regarding the management of monetary and exchange rate policies in Brazil between September 2008, following the beginning of the most acute phase of the Great Recession, and August 2011, when the set of measures that came to form what became known as New Economic Matrix began to be structured. Throughout this period of just under three years, a substantial fragmentation of the management of these policies, thitherto formally concentrated in the National Monetary Council and the Central Bank of Brazil, is remarkable. Although the legal mandate of these two institutions over monetary and exchange rate policies has not ceased at any time, it is striking that their performance in these fields has been flanked by other agents such as the Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; the Banco do Brasil S.A.; the Caixa Econômica Federal; the National Treasury Secretariat; the Ministry of Finance (succeeded by the current Ministry of Economy); and even the Presidency of the Republic and private agents such as the Fundo Garantidor de Créditos. The Dissertation denotes that this fragmentation occurred due to the insufficiency of the typical monetary and exchange rate policy instruments applied by the National Monetary Council and the Central Bank of Brazil since 1999, when the so-called macroeconomic “tripod” was adopted. It is argued that the normative and institutional framework prevailing in Brazil until the Great Recession – which is still largely in force – contained structural limitations, which became evident in the face of the effects of the Great Recession. It is understood that these limitations have historical causes and are given by a dynamic that opposes domestic and foreign interests in the process of creating norms and institutions of monetary and foreign exchange policy. A methodology taken from International Relations is used to structure this understanding. The conclusion indicates the need to open the debate on norms and institutions related to monetary and foreign exchange policy in Brazil.

KEYWORDS: 1. Money. 2. Monetary Policy. 3. Foreign exchange policy. 4. Central Bank of Brazil. 5. National Monetary Council.

SUMÁRIO

Índice de siglas	1
Índice de diagramas e gráficos	5
Capítulo I - Introdução	7
1. Linhas gerais da Dissertação	7
Capítulo II - Aspectos metodológicos e conceituais	13
2. Metodologia e pressupostos doutrinários de Direito Econômico	13
3. Conceitos fundamentais	27
Capítulo III - Políticas monetária e cambial brasileiras antes da crise de 2008	43
4. O tripé macroeconômico	43
Capítulo IV - Questões normativas e procedimentais	59
5. Reações dos países centrais à crise de 2008 e reflexos na periferia	59
6. A reação fragmentada das instituições brasileiras.....	77
7. As limitações dos regimes monetário e cambial no Brasil	95
Capítulo V - Questões institucionais	111
8. Condicionantes externos	111
9. Políticas monetária e cambial brasileiras até a década de 1980	127
10. Formação do atual padrão institucional	145
Capítulo VI - Conclusões	163
11. Acordes dissonantes	163
Referências bibliográficas	167

Índice de siglas

ADR	<i>American depositary receipt</i>
BACEN	Banco Central do Brasil
BB	Banco do Brasil S.A.
BC	Banco Central do Brasil (ocorre apenas em citações)
BCB	Banco Central do Brasil (ocorre apenas em uma citação)
BCBS	Comitê de Supervisão Bancária da Basileia
BCE	Banco Central Europeu
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BIRD	Banco Mundial
BIS	Banco de Compensações Internacionais
BM&FBovespa	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
BNDE	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BPM5	Quinta edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos do Fundo Monetário Internacional
BPM6	Sexta edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos do Fundo Monetário Internacional
BRICS	Grupo formado por Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul
BRL	Real brasileiro
BTN	Bônus do Tesouro Nacional
CACEX	Carteira de Comércio Exterior
CAMOB	Carteira de Mobilização Bancária
CARED	Carteira de Redescontos
CDO	<i>Collateralized Debt Obligations</i>
CDS	<i>Credit Default Swaps</i>
CEF	Caixa Econômica Federal
CEPAL	Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe da Organização das Nações Unidas
CIP	Conselho Interministerial de Preços
CMN	Conselho Monetário Nacional

CNC	Consolidação das Normas Cambiais
COMOC	Comissão Técnica da Moeda e do Crédito
COPOM	Comitê de Política Monetária
COREMEC	Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização
CUT	Central Única dos Trabalhadores
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Cz\$	Cruzeiro
DSGE	Dinâmico Estocástico de Equilíbrio Geral
EUA	Estados Unidos da América
Fannie Mae	<i>Federal National Mortgage Association</i>
FEBRABRAN	Federação Brasileira de Bancos
FED	<i>Federal Reserve</i>
FGC	Fundo Garantidor de Créditos
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FIESP	Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
FIPE	Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
FMI	Fundo Monetário Internacional
Freddie Mac	<i>Federal Home Loan Mortgage Corporation</i>
FSE	Fundo Social de Emergência
G10	Grupo que reúne Alemanha, Bélgica, Canadá, Estados Unidos da América, França, Itália, Japão, Países Baixos, Reino Unido, Suécia e Suíça
G20	Neste trabalho, equivale a G20 financeiro
G20 financeiro	Grupo que reúne os dezenove países com as maiores economias do mundo – África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, Estados Unidos da América, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia e Turquia – e a União Europeia.
G8	Grupo que reúne o grupo das sete maiores economias avançadas do mundo – Alemanha, Canadá, Estados Unidos da América, França, Itália, Japão e Reino Unido – e a Rússia
GATT	Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IDR	<i>International depositary receipt</i>

IFC	<i>International Finance Corporation</i>
IFI	Instituição Financeira Internacional
IGP-M	Índice Geral de Preços de Mercado
II PND	II Plano Nacional de Desenvolvimento
IOF	Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPC-MTb	Índices de Preços ao Consumidor do Ministério do Trabalho
IPMF	Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira
IS-LM	<i>Investment Saving-Liquid preference Money Supply</i>
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
LTN	Letra do Tesouro Nacional
NDF	<i>Non-deliverable forward</i>
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OECE	Organização Europeia de Cooperação Econômica
OIG	Organização Intergovernamental
OMC	Organização Mundial do Comércio
ONU	Organização das Nações Unidas
ORTN	Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional
OTN	Obrigação do Tesouro Nacional
PAEG	Plano de Ação Econômica do Governo
PAI	Programa de Ação Imediata
PIB	Produto Interno Bruto
PIIGS	Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha
PND	Programa Nacional de Desestatização
PPC	Paridade de Poder de Compra
PTAX	Taxa média de câmbio Real/Dólar divulgada pelo Banco Central do Brasil
QE	Afrouxamento quantitativo (<i>quantitative easing</i>)
RMCCI	Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais
SAMBA	<i>Stochastic Analytical Model with a Bayesian Approach</i>

Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SEPT	Serviço de Estatística da Previdência e Trabalho
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SMI	Sistema Monetário Internacional
STN	Secretaria do Tesouro Nacional
SUMOC	Superintendência da Moeda e do Crédito
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
TR	Taxa Referencial
URV	Unidade Real de Valor
USD	Dólar americano
VAR	Vetores Autorregressivos

Índice de diagramas e gráficos

Diagrama 1 - Modelo de jogo de dois níveis para esta Dissertação	21
Diagrama 2 - Tríade impossível	35
Gráfico 1 - <i>Fed funds rate</i> (janeiro/ 2006 – janeiro/ 2016).....	64
Gráfico 2 - Taxas de juros básicas dos países centrais comparadas (Janeiro/1999 - Maio/2013).....	66
Gráfico 3 - Fluxo líquido de capital dirigido aos mercados emergentes (bilhões de Dólares)	72
Gráfico 4 - Taxa de câmbio real de moedas da América Latina em relação ao Dólar (USD/x)	72
Gráfico 5 - Termos de troca de países latino-americanos (2000 = 100).....	73
Gráfico 6 - Reservas internacionais de países latino-americanos (janeiro/2009 = 100).....	74
Gráfico 7 - Selic nominal (%) – 05/12/2007 - 18/01/2012	79
Gráfico 8 - Alíquota efetiva de recolhimento compulsório do Brasil	79
Gráfico 9 - Taxa de câmbio 2008-2011 (BRL/USD).....	85
Gráfico 10 - Reservas internacionais (milhões de USD) 1994-2012.....	86
Gráfico 11 - Migração, integração financeira e abertura comercial, 1880-1996 (indexado 1900 = 100).....	112
Gráfico 12 - Modelo IS-LM	115
Gráfico 13 - Saldo anual dos recursos de capitais via Anexo IV (milhões de USD)	151

CAPÍTULO I - Introdução

1. Linhas gerais da Dissertação

Em 15 de setembro de 2008, a Lehman Brothers Holdings Inc., entidade controladora do banco Lehman Brothers, apresentou pedido de proteção para o banco sob o Capítulo 11 da Lei de Falências americana perante a vara de falências do Distrito Sul de Nova Iorque, dando início ao maior processo do gênero da história americana¹. À época, o Banco Lehman Brothers contava com 158 anos de existência, mas teve a continuidade do seu funcionamento profundamente abalada pela crise do *subprime* que afetava o sistema financeiro dos Estados Unidos da América (EUA) desde 2007.

Na forma do Direito americano, a proteção do Capítulo 11 garante à empresa em crise a possibilidade de seguir atuando em sua atividade econômica enquanto elabora um plano de recuperação de sua capacidade de operação e renegocia suas dívidas com seus credores. Em relação ao Direito brasileiro, essa proteção tem sua natureza jurídica comparável à do instituto da Recuperação Judicial.

Apesar de não representar a falência da instituição financeira², o episódio acabou por mudar o patamar da crise americana na medida em que a dificuldade operacional de um grande banco aumentou significativamente o risco sistêmico para todo setor financeiro americano, que, por sua centralidade, passou a comprometer a atividade financeira global.

A Grande Recessão que atingiu os países centrais depois desse episódio caracterizou-se por uma redução brutal na liquidez da economia e, conseqüentemente, um alto endividamento de setores relevantes da sociedade que não tinham mais acesso ao crédito, além de desemprego em níveis persistentemente altos. Nesse contexto, soluções de política econômica que extrapolavam a ortodoxia construída em relação à dinâmica global da moeda e do crédito passaram a ganhar espaço³.

Essa Dissertação de Mestrado parte da dinâmica relacionada às políticas monetária e cambial do Brasil no período situado entre a apresentação do pedido de proteção pela

¹ Disponível em < <http://www.sandiegouniontribune.com/sdut-lehman-brothers-files-chapter-11-protection-2008sep15-story.html> >. Acesso em 31 de maio de 2019.

² O pedido de falência veio a ser apresentado pelo Lehman Brothers Holdings Inc. em 6 de março de 2012.

³ Apresentei isso também em SILVA (2018c).

Lehman Brothers Holdings Inc., que trataremos como marco inicial da Grande Recessão, e o início da aplicação do conjunto de medidas macroeconômicas que convencionou-se chamar de Nova Matriz Econômica, adotadas a partir de meados de 2011, tendo como limite temporal o início do ciclo de redução da taxa básica de juros brasileira em 31 de agosto de 2011. Portanto, a pesquisa irá procurar indicar as peculiaridades da política monetária adotada principalmente entre setembro de 2008 e agosto de 2011.

Trata-se de período durante o qual o exercício das políticas monetária e cambial foi marcado por uma série de peculiaridades que serviram para compensar algumas insuficiências que haviam se tornado evidentes no quadro regulatório no qual estava baseada a política econômica brasileira desde 1999, ocasião em que foram adotados o regime cambial de câmbio flutuante e o regime monetário de metas de inflação, bem como a taxa básica de juros passou a ser percebida como o instrumento essencial para a gestão da moeda no País. Chama atenção nesse período, por um lado, a adoção de medidas fora da ortodoxia, envolvendo inclusive controles de capital⁴ e medidas macroprudenciais, para manutenção da estabilidade do valor do Real no plano doméstico e também no mercado de câmbio internacional, e, por outro lado, o envolvimento de muitas instituições e autoridades na adoção dessas medidas, gerando o que chamaremos de fragmentação institucional das políticas monetária e cambial.

Do ponto de vista legal, desde a entrada em vigor da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, o Conselho Monetário Nacional (CMN) detém o mandato legal para formulação das políticas monetária e cambial o Banco Central do Brasil (BACEN) possui o mandato legal para execução dessas políticas. É isso que torna particularmente notável o engajamento de múltiplos órgãos em matérias de política monetária e cambial no período da Grande Recessão. Assim sendo, buscaremos entender o porquê dessa atuação institucionalmente fragmentada do Estado brasileiro em relação à crise.

Cumpramos ainda indicar que, apesar de seu sucesso no controle e estabilização do valor do Real nos planos interno e externo, existem fundadas razões para que seja feita uma revisão

⁴ Denominaremos políticas desse tipo como medidas de gestão de fluxos de capital, conforme têm aparecido nos documentos oficiais do Fundo Monetário Internacional desde a publicação, em 14 de novembro de 2012, do documento *Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View* (Disponível em < <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf> >. Acesso em 31 de maio de 2019), seguindo o documento *Coherent Conclusions for the Management of Capital Flows Drawing on Country Experiences*, aprovado pelo G20 Financeiro em 15 de outubro de 2011 (Disponível em < https://www.mofa.go.jp/policy/economy/g20_summit/2011/pdfs/annex05.pdf >. Acesso em 31 de maio de 2019).

das instituições relacionadas à gestão das políticas monetária e cambial no Brasil. Entendemos que a particularidade da ação do Estado brasileiro no período se deu principalmente em razão do atual desenho institucional da gestão da moeda e do crédito no Brasil.

Por conta disso, se torna importante jogar luz sobre esse tema para que possamos estabelecer um debate que aponte um novo desenvolvimento jurídico e institucional para além do regime monetário de metas de inflação e do regime cambial de câmbio flutuante, como conhecemos e aplicamos atualmente. Compreende-se que essa discussão está longe de ser meramente institucional e em momento algum pretendemos deixar de considerar as dinâmicas materiais de disputa e apropriação do orçamento público e as condicionantes históricas existentes por trás da estruturação das normas e instituições do Estado.

A fim de cobrir essa agenda, a presente Dissertação se divide em cinco capítulos além do primeiro que contém esta introdução. Para evitar a impressão de que estaríamos tratando de algo teleológico, como uma evolução institucional rumo a uma estrutura mais racional, optamos por não seguir uma ordem necessariamente cronológica no texto. As principais questões ligadas a normas e procedimentos serão apresentadas logo após a metodologia e os conceitos e, por fim, trataremos criticamente do processo que levou as instituições de controle da moeda à conformação que possuem atualmente.

Passada esta introdução, o capítulo a seguir trata dos **aspectos metodológicos e conceituais**. Nele, estão expostas a metodologia simples, que desenvolvemos a partir de alguns aportes do campo das Relações Internacionais, e o desenvolvimento teórico da corrente de Direito Econômico à qual se filia o raciocínio a ser desenvolvido. Segue-se a isso, a exposição de conceitos que englobam noções econômicas e jurídicas que serão úteis para a leitura da Dissertação.

O curto terceiro capítulo, chamado **as políticas monetária e cambial brasileiras antes da crise de 2008**, versa sobre a institucionalidade do regime monetário de metas de inflação e do regime cambial de câmbio flutuante, que balizavam as políticas monetária e cambial brasileiras até a Grande Recessão. Procuraremos compreender suas normas e procedimentos e as instituições envolvidas.

O capítulo seguinte aborda as **questões normativas e procedimentais** ligadas à gestão das políticas monetária e cambial brasileiras que entendemos terem contribuído para

a fragmentação institucional dessas políticas no período relevante deste trabalho. Para tanto, esse capítulo foi dividido em três seções.

Primeiro, trataremos da reação à crise por parte das principais economias do centro do capitalismo e dos efeitos e consequências da Grande Recessão sobre as economias emergentes periféricas, especialmente na América Latina. Em seguida, apresentaremos alguns diplomas legais que o Estado brasileiro adotou para conservar o poder de compra da moeda nacional no contexto dos efeitos da Grande Recessão. Por fim, retornaremos às normas e procedimentos do regime monetário de metas de inflação e do regime cambial de câmbio flutuante, mas com um espírito crítico sobre seus fundamentos.

As questões institucionais são objeto do quinto capítulo, igualmente dividido em três seções. Começaremos com uma exposição sobre os agentes econômicos externos que historicamente exerceram alguma influência sobre as políticas monetária e cambial no Brasil. A partir daí, as seções seguintes apresentarão a evolução institucional das autoridades que detiveram competência sobre as políticas monetária e cambial no nível doméstico, sempre estabelecendo paralelos entre a atuação das instituições brasileiras e as limitações sistêmicas de maior ou menor grau. Na seção final deste capítulo, apresentamos também nossas considerações críticas sobre as instituições que atualmente detêm mandato para formulação e exercício das as políticas monetária e cambial no Brasil.

O capítulo final traz nossas **conclusões**. Defendemos que o controle da moeda no Brasil passe por uma revisão jurídica e institucional para além do regime de metas de inflação e do câmbio flutuante adotados em 1999. A experiência que marcou o período de 2008 a 2011 mostrou os limites do modelo atual e pode servir como marco fundamental nesse processo de revisão.

Com isso, esperamos contribuir de maneira crítica e partir do campo do Direito com as discussões sobre política monetária e política cambial que ganharam força desde a Grande Recessão e que têm sido mais usualmente conduzidas por economistas. LARA-RESENDE (2017), por exemplo, engajou-se na apresentação de novidades na teoria econômica sobre política monetária. Pontos instigantes sobre política cambial aparecem de forma relevante em ROSSI (2016) e ROSSI & MELLO (2018). Acreditamos que o Direito possa participar desses debates.

CAPÍTULO II - Aspectos metodológicos e conceituais

2. Metodologia e pressupostos doutrinários de Direito Econômico

Um mesmo objeto de estudo pode ser analisado a partir de múltiplas perspectivas e cada forma de olhar permite que sejam feitas determinadas perguntas e se obtenham diferentes respostas a partir dessa análise. Nenhum olhar prevalece ou é mais correto, mas cada um revela parte do objeto.

O caso da ciência biológica é particularmente rico para demonstrar esse fato. Desde o sistema de Aristóteles até o moderno sistema de Lineu, a biologia vem classificando. Quando tomamos contato com algum estudo da ciência da vida, a aplicação da taxonomia é sempre algo fundamental e facilmente apreensível: seu foco poderá ser qualquer ponto entre o reino e a espécie. Pode-se também focar no ambiente, levando em conta a dinâmica na qual interagem todas as formas de vida do local considerado; ou ainda, fechando-se o plano de análise, o estudo pode ser sobre um determinado organismo, podendo abrangê-lo por completo ou também segmentá-lo, considerando órgãos, tecidos, células, organelas e moléculas.

O exemplo da biologia é mais conhecido, mas segmentações como essas pertencem a todas as ciências e são feitas na forma de níveis de análise. De maneira geral, um *nível de análise* pode ser definido como o espaço em que os atores ou instituições envolvidas com o objeto de estudo realizam operações que podem afetar a evolução ou os mecanismos do próprio objeto de estudo. Assim, se podemos listar espaços em que tais operações pelos atores ou instituições envolvidas com o objeto de estudo podem ocorrer, nós, conseqüentemente, temos diferentes níveis de análise em que se poderia focar em uma pesquisa.

Nesta Dissertação, nosso objeto de análise são as normas e instituições que disciplinam as políticas monetária e cambial no Brasil. Todas são gestadas no nível da União, conforme dispõe a Constituição Federal no art. 21, VII e VIII, ao tratar das competências administrativas da União, e no art. 22, VI e VII, versando sobre as competências legislativas da União.

No entanto, isso não significa que, quando analisamos os aspectos normativos de uma política monetária ou cambial, possam ser ignoradas as pressões de grupos de interesse domésticos e as limitações decorrentes da capacidade de agentes externos realizarem arbitragem regulatória tendo por objeto as moedas nacionais.

Sendo assim, pelo que desenvolvemos até agora, trataremos de três níveis de análise na Dissertação: o doméstico e o internacional formam níveis de análise diversos e inter-relacionados; além disso, esses níveis de análise são mediados pelo Estado, que é, em si, um nível de análise próprio, o *estatal*.

Do ponto de vista metodológico, o presente trabalho considera que as normas de política monetária e de política cambial são gestadas no nível do Estado, mas tem seu quadro moldado na interação do Estado com agentes em outros níveis de análise. Nesse sentido, o esforço que empreenderemos nas próximas páginas será sempre o de caracterizar os fatores que conformaram a ação dos reguladores estatais brasileiros e que derivaram das interações domésticas e internacionais para só então expressar quais foram os resultados institucionais dessa dinâmica na forma da lei e de normas administrativas.

O entendimento adotado em nosso trabalho é o de que é possível e até mesmo vantajoso examinar mais de um nível de análise ao mesmo tempo. Nesse sentido, o biólogo MACDOUGALL-SHACKLETON (2011) afirma que “as informações de um nível de análise podem contribuir para a pesquisa em outro (...) [e, ao mesmo tempo], as conclusões obtidas em diferentes níveis de análise não são mutuamente exclusivas e podem não competir diretamente entre si” (pp. 2077-2079). Entendemos que isso é válido para as ciências naturais e também para as sociais.

As hipóteses e conclusões que consideram diferentes níveis de análise em uma pesquisa não competem entre si *per se*. Inclusive, é útil ter informações sobre o máximo de níveis de análise possível para identificar o objeto de estudo como um todo e refinar teorias e a descrição de fenômenos. Também não há hierarquia entre os níveis de análise e diferentes “níveis de análise são importantes na medida em que esclarecem explicações e hipóteses não sobrepostas” (MACDOUGALL-SHACKLETON, 2011, p. 2077).

A percepção de que as políticas monetária e cambial nascem da interação de interesses internos e externos mediados no nível estatal nos levou a adotar, para a Dissertação, um aporte metodológico das relações internacionais, ciência na qual as

metodologias feitas com base em níveis de análise já estão bem desenvolvidas e vêm gerando debates interessantes.

A contribuição clássica que desencadeou o debate no campo das relações internacionais foi feita por WALTZ (2001), “que desenvolveu uma taxonomia de relações internacionais composta por três níveis de análise (individual, doméstico e internacional)” (CONCEIÇÃO-HELDT & MELLO, 2017, p.7). Este autor apresentou os níveis de análise nas relações internacionais comportando, essencialmente, três imagens: o indivíduo (primeira imagem), o Estado (segunda imagem) e a comunidade internacional (terceira imagem). Nesse sentido, a atuação de um ente político na comunidade internacional dependeria da atuação de seus indivíduos mais proeminentes e de suas instituições.

O esforço de WALTZ é, em grande medida, voltado à superação de determinados paradigmas relacionados a cada um dos níveis de análise chamados de imagens. Além disso, o autor buscou também apresentar “uma reflexão sobre a interação entre as imagens” (WALTZ, 2001, p. 15) e é essa disposição que torna seu trabalho instigante.

O autor demonstra as limitações das análises calcadas em cada uma das três imagens ao estudá-las criticamente. Ele identifica que as análises que indicam o indivíduo como causa última dos conflitos acabam levando a algumas dificuldades lógicas: para os idealistas liberais, bastaria a educação e a iluminação de todos para que os conflitos cessassem, mas esse é um modelo não-aplicável senão teoricamente; para os autores do realismo clássico, a natureza humana é imutável e para conter a natural ganância dos homens é que se criaram instituições, o que, em verdade, acaba esvaziando a primeira imagem e trazendo para o centro da análise as instituições que compõem a segunda imagem (WALTZ, 2001, pp. 39-41).

Também não haveria algo como “bons” ou “maus” Estados, conformáveis segundo normas institucionais que impedissem o conflito. Do mesmo modo, seria errado entender como atingível a panaceia da formação de um governo global que extinguisse os conflitos internacionais (WALTZ, 2001, pp. 120-123). Melhor seria considerar que as relações entre agentes se dão fora do campo da moralidade, fosse considerando a política mundial ou o caráter inerentemente mau do homem (WALTZ, 2001, p. 238).

Ao tratar da interação entre as imagens, ele observa que segmentações metodológicas do tipo que ele defende já eram observadas nos trabalhos de políticos e analistas

internacionais, mas que “a tendência de uso de uma imagem varia com o tempo e o lugar” (WALTZ, 2001, p. 225). É dito, por exemplo, que no Século XIX afirmava-se com convicção que as relações exteriores de um estado determinavam suas dinâmicas internas; porém, naquele mesmo período fatores domésticos já passavam a pesar mais nas relações exteriores e passava a existir também uma tendência crescente de explicar as relações entre os estados em termos de sua condição interna (WALTZ, 2001, pp. 225-226).

Tratando da interação, o autor conclui que:

“A terceira imagem descreve o quadro da política mundial, mas sem a primeira e segunda imagens não pode haver conhecimento das forças que determinam a política; as primeiras e segundas imagens descrevem as forças na política mundial, mas sem a terceira imagem é impossível avaliar sua importância ou prever seus resultados” (WALTZ, 2001, p. 225)

Além das considerações referentes à interação entre as imagens, uma noção muito presente na obra de WALTZ e que nos será muito útil é a ênfase dada ao estado de anarquia da terceira imagem. Essa anarquia limita as capacidades políticas internas dos estados, exigindo deles uma determinada conduta política que apenas finge ser racional. No ambiente de anarquia, “as exigências são impostas por uma sanção automática: a saída do modelo racional põe em risco a sobrevivência do estado” (WALTZ, 2001, p. 201).

É importante, no entanto, notar que esse tipo de pressuposto não é exclusivo da obra de WALTZ, mas estão presentes em uma determinada tradição de pensamento das relações internacionais. Em uma crítica marxista do trabalho de WALTZ, TESCHKE (2003) o enquadra como um autor do Neorrealismo, ou Realismo Estrutural. Essa corrente procura se distanciar de premissas pré-científicas e moralizantes do Realismo Clássico e WALTZ é destacado como o autor que “atrelou os limites absolutos da política internacional aos imperativos primordiais da anarquia, princípio estruturante fundamental do sistema internacional” (TESCHKE, 2003, p. 14). Os autores do Realismo Estrutural entendem que o Sistema Internacional é um sistema anárquico, no qual os Estados ordenam-se pelo equilíbrio de poder e têm por preocupação precípua a manutenção da posição que conseguiram no arranjo.

O problema do tipo de abordagem empregado por WALTZ é que a anarquia do sistema internacional acaba atuando como uma categoria *transhistórica* e perene, que prevalece sempre que as condições para hierarquização estão ausentes. Para TESCHKE, o caminho para a crítica do Neorrealismo Estrutural é questionar as origens da anarquia na

formação do sistema de Estados moderno. Nesse sentido, “a anarquia deve ser historicizada” (TESCHKE, 2003, p. 16).

A crítica feita por TESCHKE é relevante, mas optamos por utilizar as premissas apresentadas por WALTZ na metodologia que aplicaremos neste trabalho porque elas permitem que isolemos metodologicamente agentes e instituições. Apesar das limitações relacionadas à extensão do processo histórico, os fenômenos que pretendemos descrever podem sim ser entendidos em seus aspectos essenciais nos marcos do aporte metodológico escolhido.

Seguindo com o raciocínio em que a metodologia está baseada, para nós são muito relevantes os desenvolvimentos que foram feitos a partir da contribuição descrita nas últimas páginas. O debate sobre níveis de análise teve importante evolução entre as correntes realistas de relações internacionais, que utilizaram os pressupostos firmados por WALTZ.

É muito interessante o ponto levantado por GOUREVITCH (1978), tratando do que ele denominou “segunda imagem invertida”. Argumenta-se que não só os fatores internos de cada ente político influenciam os acontecimentos na esfera internacional, mas também que a própria comunidade internacional exerceria também pressão sobre as dinâmicas domésticas dos entes políticos envolvidos. Essa ideia vai além daquela que já constava de WALTZ no sentido de que as relações exteriores de um estado determinavam suas dinâmicas internas.

GOUREVITCH afirma que a literatura tratava a influência que as relações exteriores têm sobre a dinâmica interna dos entes como se essa influência fosse “apolítica”. Essa literatura, segundo ele, enfatizava “as características estruturais dos regimes domésticos que impunham limites às políticas, sem considerar o conteúdo dos interesses que buscam seus objetivos por meio de políticas públicas, ou a orientação política das pessoas que controlam a máquina estatal” (GOUREVITCH, 1978, p. 882).

A proposta feita pelo autor então é que se entenda que a influência da terceira imagem sobre a segunda “em momentos históricos específicos ajuda um conjunto de opiniões a prevalecer sobre outro” (GOUREVITCH, 1978, p. 904). Sua conclusão para metodologia é que:

“O sistema internacional não é apenas uma consequência das políticas e estruturas domésticas, mas uma causa delas. As relações econômicas e as pressões militares

restringem toda uma gama de comportamentos domésticos, de decisões políticas a formas políticas. As relações internacionais e a política interna são, portanto, tão inter-relacionadas que devem ser analisadas simultaneamente, como totalidades” (GOUREVITCH, 1978, p. 911).

Assim sendo, concluímos que não só estruturas, mas também políticas e o sentido dessas políticas são diretamente influenciadas pelo sistema internacional, devendo suas dinâmicas serem entendidas em uma perspectiva sistêmica.

O último desenvolvimento metodológico que tomamos emprestado do campo das relações internacionais é particularmente relevante para nossa pretensão de trabalhar em mais de um nível de análise, ou em mais de uma imagem, ao longo do nosso trabalho. Para essa abordagem, é importante tratar da contribuição feita por PUTNAM (1988) ao construir o modelo dos jogos de dois níveis, segundo o qual:

“A política de muitas negociações internacionais pode ser concebida como um jogo de dois níveis. No nível nacional, grupos domésticos perseguem seus interesses pressionando o governo a adotar políticas favoráveis, e os políticos buscam poder construindo coalizões entre esses grupos. No nível internacional, os governos nacionais buscam maximizar sua própria capacidade de satisfazer as pressões domésticas, enquanto minimizam as consequências adversas dos desenvolvimentos estrangeiros. Nenhum dos dois jogos pode ser ignorado pelos tomadores de decisão centrais, enquanto os seus países permanecem interdependentes, mas soberanos” (p. 434).

O modelo de PUTNAM representa um refinamento no debate do qual tratamos até aqui porque consiste em uma metodologia que integra os estudos de política internacional comparada e relações internacionais (CONCEIÇÃO-HELDT & MELLO, 2017, pp. 21-23). Ele foi desenvolvido mirando situações de negociação de Tratados Internacionais entre pessoas jurídicas de direito internacional público, conduzidas por negociadores formalmente associados a alguma organização e conformadas por pressões externas e domésticas (PUTNAM, 1988, pp. 435-436). Nesse sentido, MATTLI & WOODS (2009, p. 2) sugerem que há casos em que “as negociações formais são transferidas para além das fronteiras do Estado, onde os atores públicos e privados cooperam no estabelecimento de regras, enquanto os outros estágios de regulação permanecem no nível nacional”.

Essencialmente, as negociações realizadas no âmbito internacional, segundo o modelo, seriam conduzidas por agentes simultaneamente sujeitos à negociação no âmbito internacional em si e a outras negociações no âmbito doméstico de cada um. Aos agentes conduzindo a negociação no âmbito internacional, dar-se-ia o nome de negociador-chefe. Cada negociador-chefe define domesticamente, considerando sua coalizão política e as

posições dos grupos de interesse internos, as posições que tentará fazer valer no âmbito internacional. Diante do outro negociador-chefe, esse agente tentará conseguir o resultado que melhor contemple a posição que construiu no âmbito doméstico. Ao negociador-chefe cabe também sempre considerar se o resultado de sua negociação será referendado no âmbito interno pelos procedimentos domésticos de ratificação.

O autor denomina nível I e nível II aquilo que WALTZ denominou terceira imagem e segunda imagem, respectivamente. O modelo teórico de PUTNAM não contradiz nenhum dos pressupostos metodológicos daquilo que apresentamos anteriormente como tendo sido desenvolvido por WALTZ e GOUREVITCH.

CONCEIÇÃO-HELDT & MELLO (2017) assim explicam o modelo do jogo de dois níveis:

“Governantes são vistos como ‘negociadores principais’ que estão envolvidos em alguma forma de negociação internacional para a qual, em última instância, precisam obter aprovação doméstica (ratificação). Embora este requisito de ratificação forneça o ‘vínculo teórico crucial’ entre os níveis nacional e internacional, ele pode ser baseado em requisitos de votação formal (por exemplo, aprovação legislativa obrigatória em uma determinada área política) ou formas mais informais de ratificação, como levantamentos de opinião pública e avaliações de aprovação pública que são tomadas em consideração pelos tomadores de decisão” (CONCEIÇÃO-HELDT & MELLO, 2017, pp. 3-4).

Para nossa pesquisa em Direito, o jogo de dois níveis fornece um instrumento metodológico relevante para que o pesquisador possa transitar entre normas internacionais e domésticas que conformam negociações internacionais e efetivação de políticas. Mais do que uma interação entre a segunda e a terceira imagens, o modelo de PUTNAM estabelece um vínculo entre as fontes do Direito Internacional e as normas do Direito doméstico, que determinam a forma da política e das instituições.

O modelo de PUTNAM, no qual pretendemos basear nossa metodologia, é um instrumento teórico que leva a um fechamento do ambiente sobre o objeto. É um modelo que, como qualquer modelo, é simplificador da realidade, mas que, apesar disso, permite que um problema seja analisado em sua perspectiva sistêmica, dado que o nível I, ou a terceira imagem, constitui elemento do modelo.

Diante disso, o controle do modelo se torna uma preocupação. No entanto, entendemos que a compreensão do caráter da crítica de TESCHKE ao Neorealismo Estrutural, na qual aponta-se a existência de categorias transhistóricas determinantes no

método, combinada com o desenvolvimento que GOUREVITCH fez do método, ao apontar que a influência das imagens não se dá de forma apolítica, nos torna aptos a contornar as principais limitações que poderiam surgir da aplicação do modelo do jogo de dois níveis: a desconsideração da perspectiva histórica; e a desconsideração do interesse e do poder político nas interações entre negociadores-chefes.

Um último ponto a ser reforçado para que possamos nos guiar pela agenda de pesquisa para além das limitações do modelo do jogo de dois níveis é o da hierarquia geoeconômica global. WALLERSTEIN (1974) tratou dessa ordem hierárquica ao apresentar a teoria do *sistema mundo*:

“Um sistema mundo é um sistema social, um sistema que possui limites, estruturas, grupos associados, regras de legitimação e coerência. A sua vida é feita das forças em conflito que o mantém unido por tensão e o dilaceram na medida em que cada um dos grupos procura eternamente remodela-lo a seu proveito. Tem as características de um organismo, na medida que tem um tempo de vida durante o qual suas características mudam em alguns aspectos e permanecem estáveis noutros” (p. 337).

No âmbito da hierarquia geoeconômica global, a finança expande normas de conduta e submete os entes políticos a partir da atuação política da potência hegemônica. Não há qualquer processo “natural” de transferência de hegemonia entre os entes político e “poucas (...) áreas de atividade internacional [além das finanças] são tão profundamente dominadas por apenas um ou dois países” (SIMMONS, 2001, p. 595).

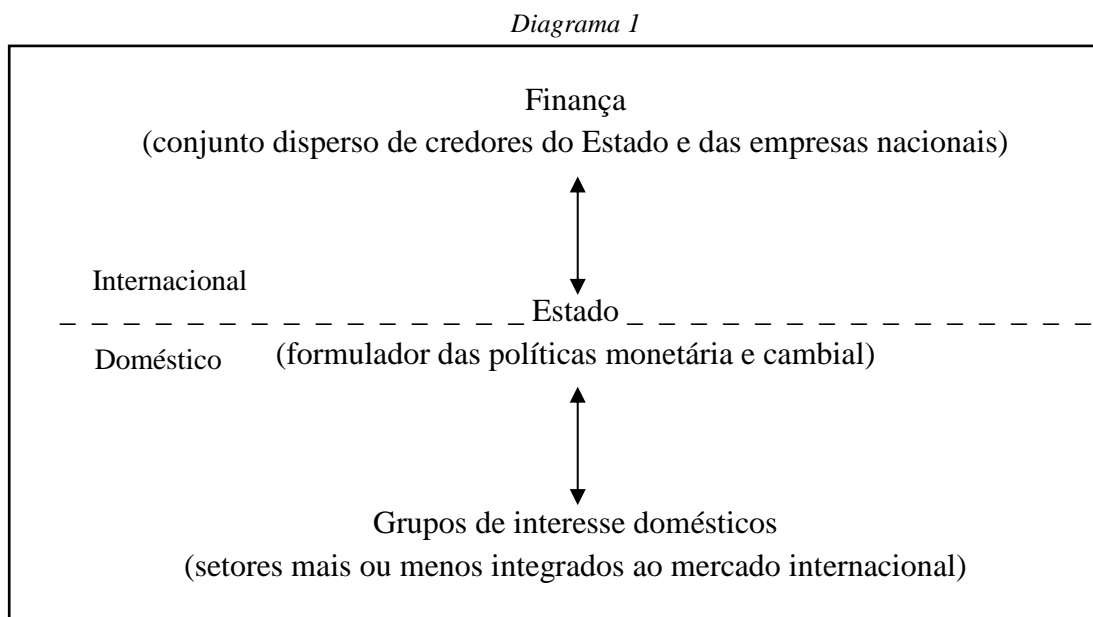
A disputa pela riqueza é parte da competição política pelo poder entre os Estados. Dialeticamente, incrementos à expansão do capital também são canalizados pelo processo histórico que define a hierarquia do poder. Neste sentido, WEBER (1968):

“os Estados nacionais concorrentes viviam numa situação de luta perpétua pelo poder, na paz ou na guerra, mas essa luta competitiva criou as mais amplas oportunidades para o moderno capitalismo ocidental. Os Estados, separadamente, tiveram que competir pelo capital circulante, que lhes ditou as condições mediante as quais poderia auxiliá-los a ter poder (...) portanto, foi o Estado nacional bem-delimitado que proporcionou ao capitalismo sua oportunidade de desenvolvimento” (p. 291).

Tendo tudo isso em mente, utilizaremos o modelo de jogo de dois níveis para tratar da construção da política monetária e da política cambial no Brasil, sujeitas, a nosso ver, a pressões domésticas e internacionais. Sua aplicação para esse tema demanda algumas flexibilizações em relação ao que foi desenvolvido por PUTNAM. Ainda assim, entendemos que desenvolver a metodologia a partir desse modelo e das premissas metodológicas tratadas

anteriormente atende ao interesse geral de cumprimento da agenda de pesquisa desta Dissertação, na medida em que os aspectos gerais do modelo serão, em grande parte, mantidos como originalmente concebidos.

Entendemos que na formulação das políticas monetária e cambial, o Estado opera constantemente um jogo de dois níveis em que arbitra e intermedeia preferências de grupos de interesse domésticos, com pretensões que variam de acordo com sua posição, e de investidores internacionais (finança). O diagrama a seguir resume esse jogo:



Portanto, em um dos lados da disputa que conforma as políticas monetária e cambial brasileira, está um negociador-chefe típico, como descrito por PUTNAM, que detém um mandato outorgado por uma pessoa jurídica de direito público para a construção dessas políticas e que sofre pressões domésticas e externas. Do outro lado da “mesa”, no entanto, não há um negociador-chefe, mas sim um conjunto de interesses que se manifestam de forma difusa, principalmente através de fluxos de capital, guiados especialmente por seu interesse em retorno, segurança e liquidez. Essa é a particularidade da nossa proposta em relação ao modelo descrito anteriormente.

Cumprindo ainda mencionar que o fato de que procuraremos examinar mais de um nível de análise ao mesmo tempo não implica dizer que não haverá um nível de análise principal. O método abre possibilidade para um desenvolvimento dialético do argumento, mas também permite que arbitremos um norte analítico, uma vez que, mesmo no estudo das relações

internacionais, “a vasta literatura neste campo atesta que nenhum nível é sempre superior aos outros” (CONCEIÇÃO-HELDT & MELLO, 2017, pp.7-8).

Assim sendo, estabelece-se que o nível de análise central para a construção da nossa agenda de pesquisa é o *estatal*, apresentado anteriormente como segunda imagem ou nível II, porque é nesse nível que residem as competências constitucionais administrativa e legislativa sobre política monetária e política cambial. Na Dissertação, constantemente esse nível de análise será informado por elementos da dinâmica internacional. Além disso, para além da projeção de um Estado indivisível, sempre que analisarmos as questões domésticas, trataremos individualmente das instituições que existem no nível administrativo da União, especialmente aquelas que compõem o Poder Executivo, ou Governo Federal.

Apresentados os pressupostos metodológicos e o modelo que aplicaremos nesta Dissertação, passaremos agora a tratar de seus fundamentos teóricos relacionados ao campo do Direito Econômico. Faremos algumas considerações sobre as ciências jurídicas e, em especial, sobre o Direito Econômico.

Do ponto de vista teórico, é comum nas ciências jurídicas que se pressuponha haver uma certa teleologia iluminista na edição de normas e no desenho de instituições a partir de procedimentos que levam à sua progressiva racionalização. Nesse sentido, HEGEL (1997), um dos grandes paradigmas teóricos da Filosofia do Direito, trata o Estado “como realidade em ato da vontade substancial”.⁵ Entretanto, a corrente de pensamento à qual nos filiamos questiona essa racionalidade intrínseca às normas e instituições e procura apresentar os conflitos e tensões por trás de sua edição ou desenho.

Assim sendo, seguiremos uma linha do Direito Econômico que concebe esse ramo do Direito como aquele que disciplina a distribuição do excedente entre o Estado os diversos segmentos sociais submetidos a um ordenamento jurídico, estabilizando conflitos entre esses segmentos, e igualmente estabelece os próprios instrumentos de apropriação do excedente por parte do Estado. A fim de esclarecer esse conceito, cabe fazer aqui uma regressão à teoria do Direito e, principalmente, aos textos que orientam essa linha teórica específica.

⁵ No § 258 de Princípios da Filosofia do Direito, HEGEL assevera “O Estado, como realidade em ato da vontade substancial, realidade que esta adquire na consciência particular de si universalizada, é o racional em si e para si: esta unidade substancial é um fim próprio absoluto, imóvel, nele a liberdade obtém o seu valor supremo, e assim este último fim possui um direito soberano perante os indivíduos que em serem membros do Estado têm o seu mais elevado dever” (1997, p. 217).

Não é recente o desenvolvimento teórico que coloca o Direito como um elemento estabilizador de conflitos. Na filosofia jurídica desenvolvida no Brasil, é possível ver com clareza esse desenvolvimento já no tridimensionalismo jurídico de REALE (2001), segundo o qual as normas derivam de algum escrutínio axiológico realizado sobre fatos juridicamente relevantes, sendo que fato, valor e norma coexistem em uma unidade concreta. A norma jurídica positiva, construída no processo legislativo, aparece como “síntese integrante de fatos ordenados segundo distintos valores” (p. 62).

Essa noção endereça corretamente a existência de um conflito axiológico por trás de cada norma positiva, mas REALE parece apontar mais para a ideia de que esse conflito axiológico se resolveria na forma da adoção de uma norma mais racional para abarcar os diferentes valores que circulariam no espaço institucional. Entendemos que falta a ela consideração quanto às estruturas e dinâmicas de disputa material que levam uma concepção axiológica a prevalecer sobre as demais na ocasião da edição das normas.

Diversa dessa perspectiva, encontra-se a contribuição de DE CHIARA (1986), que estabelece o princípio metodológico da Ciência do Direito como sendo o seguinte: “a ordem que resulta do sistema normativo tem por pedra angular a solução adequada para a definição do Poder, normatizando o seu exercício, sob o signo do interesse prevalente, que, por sua vez, é identificado na tensão da dinâmica das relações sociais” (p. 6). Interesse, poder, ordem e norma integram um mesmo processo de formulação, baseado em disputa e hierarquia.

Assim, o interesse deve ser colocado como ponto de partida, sendo que contra ele se voltam outros interesses que instalam uma disputa. O interesse prevalecente exerce o poder e, com isso, pode estabelecer a ordem e a manutenção dessa ordem se dá a partir da edição de normas. Portanto, o interesse prevalecente qualifica o poder e o poder estabelece a ordem. A norma tem a função de manter a ordem.

Não só a disputa entre interesses divergentes não se dá no espaço institucional, mas as próprias instituições são definidas a fim de servir um interesse anterior, que já prevaleceu sobre os demais. Eventuais inovações legislativas e institucionais se dão dentro desse quadro limitado.

É assim que DE CHIARA fundamenta uma análise de longo prazo sobre a evolução do Direito. A “ordem” permite que se trace qual seu interesse fundante e permite que o autor exemplifique a evolução do Direito através de casos de longa duração, como “a ordem em

Roma” e a proposta dos liberais, formulada em fins do século XVIII nos EUA e que, segundo consta, teria vigorado com pouca preocupação com a concorrência até a edição do *Sherman Act*, em 1890.

Não é possível dizer que nenhuma ordem tenha sido superada ou que o interesse prevalecente tenha mudado no período relevante para esta Dissertação. É fato que nenhuma inovação legislativa ou institucional que iremos mencionar ao longo deste trabalho se deu fora do marco estabelecido em momento bem anterior ao analisado.

Ainda que algumas dessas mudanças tenham sido qualificadas como “heterodoxas”, nenhuma delas questionou pressupostos de um Direito que resguarda a propriedade e a mobilidade de capitais. Mesmo assim, as alterações normativas e institucionais que analisaremos foram fruto de disputa dentro dos marcos estabelecidos, e essa dimensão não pode ser ignorada.

É esse entendimento trazido por DE CHIARA sobre o Direito e a forma de construção das normas e instituições será uma das balizas da nossa análise na Dissertação. Porém, cumpre ainda refinar um pouco nossa discussão sobre as ciências jurídicas para tratar do ramo específico do Direito Econômico. Estamos vinculados a uma linha doutrinária que define o Direito Econômico a partir de suas funções e também o que seria a disciplina do Direito Econômico.

Do ponto de vista funcional, MASSONETTO (2006) traz uma definição que muito nos ajuda, considerando a dimensão de disputa em que se dá a criação das normas e instituições. O autor afirma que o Direito Econômico:

“Por um lado, disciplina a arbitragem concreta entre os bens econômicos atribuídos ao Estado e os bens econômicos dos particulares, qualificando a participação do Estado na economia e determinando o grau de integração entre as finanças públicas e a economia privada. Por outro, disciplina os instrumentos e as políticas que organizam as finanças do Estado, regulando o orçamento público, o sistema tributário, o sistema da dívida pública, além das funções fiscais do setor público, tais como o fornecimento de bens e serviços públicos, a distribuição da renda nacional e a estabilização da economia. A partir da articulação dessas duas funções, o Direito Financeiro⁶ realiza seu objetivo principal – a organização do espaço político-econômico da acumulação” (pp. 7-8).

Mais adiante, é demonstrada também a flexibilidade dos institutos de Direito Econômico, mesmo dentro da ordem preestabelecida pelo interesse prevalecente, indicando

⁶ “Direito Financeiro” tem aqui o mesmo significado que temos dado a “Direito Econômico”.

que “na organização do espaço político-econômico da acumulação, ora [o Direito Econômico] expressa o princípio do liberalismo e dos mercados desregulados, ora a necessidade de intervenção e proteção da sociedade contra o mercado” (MASSONETTO, 2006, p. 120).

Na ocasião, MASSONETTO (2006) tratou justamente da “emergência de um novo padrão normativo” nas décadas finais do Século XX. O objeto de sua análise era a transição de um padrão anteriormente prevalecente de mercados regulados que foi substituído por outro, no qual a regra era a desregulamentação. O novo padrão contava com uma base teórica ideológica que se traduziu em apoio político, levando à sua afirmação nos campos da política fiscal, monetária e cambial.

Em momento posterior, BERCOVICI & MASSONETTO (2009) novamente definem “a organização jurídica do espaço político-econômico da acumulação” como elemento fundamental do Direito Econômico. Os autores apontam também haver “um elemento oculto que revela a natureza política e econômica dos processos de acumulação e que vai impactar o conceito de direito econômico: a noção do excedente” (p. 143).

Essa noção de excedente tem origem na teoria do valor de MARX e se refere justamente à mais-valia, extraída do trabalho⁷. A distribuição da mais-valia entre as diversas esferas da produção é tema do Livro III d’O Capital, onde enuncia-se que essa distribuição não segue necessariamente uma proporcionalidade em relação à quantidade de trabalho aplicada em cada etapa da produção, havendo outras forças que movem essa distribuição:

“Desse modo, prevalece necessariamente a tendência a converter os preços de produção em formas meramente transfiguradas do valor, ou os lucros em simples partes do mais-valor, distribuídas não em função do mais-valor obtido em cada esfera particular da produção, mas em função da massa de capital empregado em cada esfera da produção, de modo que as massas de capital de mesma grandeza, independentemente de como estejam compostas, correspondam participações iguais (alíquotas) da totalidade do mais-valor obtido pelo capital total da sociedade” (MARX, 2017, p. 208).

⁷ Autores marxistas do Século XX vinculados à teoria do Sistema Mundo, como WALLERSTEIN e ARRIGHI utilizam o termo “excedente” com mais frequência do que “mais-valia”. Segundo ARIENTE & FILOMENO (2007), “muito mais do que uma preferência semântica, está a opção em destacar que o excedente, que é trabalho não pago ao trabalhador, é centralizado pelos capitalistas não apenas na relação capital-trabalho direta na produção tipicamente capitalista, o que seria a mais-valia, mas de várias formas e por vários meios pelos capitalistas, o que inclui a troca desigual” (p. 110).

Assim chegamos ao conceito de Direito Econômico oferecido anteriormente, construído a partir de sua função: a arbitragem da distribuição do excedente entre as esferas de produção e também para o Estado.

Cabe ainda mencionar que, ao classificar o Direito Econômico não a partir de sua função, mas como disciplina do Direito, BERCOVIVI (2011), define que ele seria uma “economia política da forma jurídica”, ou seja:

“uma disciplina capaz de, simultaneamente, esclarecer a origem social e teórica dos textos normativos, sua sistematização para a decidibilidade por parte da doutrina e da atuação dos chamados ‘operadores do direito’, sua capacidade de diálogo e de percepção de influências recíprocas em outros campos, disciplinas ou sistemas sociais e sua preocupação com quais as possibilidades abertas ou por se abrir de lutas sociais e as formas institucionais possíveis de serem adotadas por estes movimentos” (pp. 569-570).

No mesmo sentido, OCTAVIANI (2010) usa termos muito semelhantes para defender um Direito Econômico voltado ao questionamento do positivismo e da análise econômica do Direito:

“A estruturação de uma economia política da forma jurídica que seja, simultaneamente, capaz de esclarecer a (i) origem social e teórica dos textos normativos, (ii) sua sistematização para decidibilidade por parte da jurisprudência ou doutrina, (iii) seu capacidade de penetração em outros campos ou sistemas sociais (por meio dos investimentos realizados), e (iv) quais as possibilidades abertas de lutas sociais e as formas institucionais que elas podem tomar, são elementos capazes de forçar os limites do positivismo legalista e da análise econômica do direito, obrigando-os a revelarem os interesses que ocultam, ao não terem capacidade de dar conta de diversos aspectos da realidade jurídica.” (p.3)

Essa noção de disciplina fortalece ainda mais a definição de Direito Econômico que construímos até agora ao propor uma visão crítica das normas e instituições do Direito. Compreender a função do Direito Econômico e assumir que seus institutos arbitram conflitos relacionados à dinâmica de distribuição do excedente no marco de uma ordem constituída segundo determinados interesses prevaletentes é algo que certamente ajudará na compreensão do nosso argumento.

3. Conceitos fundamentais

Além da apresentação de um modelo teórico metodologicamente fundamentado e de referências doutrinárias adequadas, nossa agenda de pesquisa e o objeto da Dissertação demandam que sejam trabalhados alguns conceitos que serão muito úteis para a continuidade da nossa análise. Esses conceitos são os de *política monetária*, *regime monetário*, *política cambial*, *regime cambial*, *balanço de pagamentos* e *política fiscal*. Além disso, trataremos de introduzir um *conceito jurídico de moeda*.

Salvo pelo conceito jurídico de moeda, que iremos discutir a partir da contribuição de DE CHIARA (1986) e do trabalho de juristas estrangeiros dos séculos XIX e XX, os outros conceitos provêm das Ciências Econômicas e representam aspectos da macroeconomia. A compreensão desses conceitos é fundamental para que possamos abordar as normas e instituições de Direito Econômico e entender como elas afetam a distribuição do excedente.

a. Política monetária

Dependendo do grau de abertura de uma economia ou da posição na qual ela está inserida no mercado internacional, o valor de sua moeda pode estar sujeito a variações de maior ou menor grau. A política monetária consiste na atuação de uma autoridade com mandato para gestão da moeda a fim de influenciar essas variações.

Para tanto, a autoridade monetária dispõe de um conjunto de instrumentos juridicamente estabelecidos para atuar no mercado, incluindo emissões de moeda, exigência de depósitos compulsórios por parte das instituições financeiras junto à autoridade monetária, operações de compra e venda de títulos públicos (*open market*), empréstimos às instituições financeiras (redescontos) e regulação sobre crédito e juros (VASCONCELLOS et al., 2007, p. 194). Esses instrumentos podem servir para controle e gestão da quantidade de moeda, da liquidez, da taxa de juros e do crédito em uma economia.

A gestão da Política Monetária nos diferentes países costuma ser feita pelo Banco Central. A importância da política monetária na vida das pessoas é tanta que POLANYI (2012, p. 227) chegou a afirmar que “Do ponto de vista político, a identidade da nação era

estabelecida pelo governo; do ponto de vista econômico ela cabia, de direito, ao Banco Central”. Sobre o surgimento dos Bancos Centrais, o autor afirma o seguinte:

“Em todos os assuntos relevantes para o sistema monetário mundial estabeleciam-se instituições similares, em todos os lugares, tais como organismos representativos, constituições escritas definindo a sua jurisdição e regulando a publicação de orçamentos, a promulgação de leis, a ratificação de tratados, os métodos para incorrer em obrigações financeiras, as regras de contabilidade pública, os direitos dos estrangeiros, a jurisdição das cortes de justiça, o domicílio das notas de câmbio, e assim, por implicação, a situação do banco de emissão, dos acionistas estrangeiros, dos credores de todos os tipos” (POLANYI, 2012, p. 228).

SAYAD (2015), diz que o banco central “pode ser definido como o banco do governo, banco dos bancos, banco emissor e banco responsável pelas reservas em moeda estrangeira” (p. 46)⁸. O BACEN tem mandato para o exercício de todas essas funções, na forma do art. 164, caput, da Constituição, do art. 2º, § 3º, do Decreto nº 93.872, de 23 de dezembro de 1986, e do art. 10, I, III e V, da Lei nº 4.595/1964.

As alterações no poder de compra de uma moeda se manifestam na forma de inflação e de deflação. Quando há inflação, o poder de compra da moeda cai em relação aos preços reais dos produtos e serviços no mercado; a deflação é o fenômeno inverso, em que o poder de compra da moeda aumenta em relação aos preços reais. Ambas as situações podem prejudicar a circulação de bens e serviços, levando a consequências negativas no que diz respeito ao balanço de pagamentos e ao emprego.

⁸ O autor explica, em seguida, cada uma dessas funções: “Como banco do governo, o Banco Central compra a dívida pública emitida pelo governo e é o agente mais importante no mercado desses títulos. Assume essas funções na Inglaterra e nos Estados Unidos depois que as guerras exigem que o governo tome empréstimos para financiar o esforço militar.

Como banco dos bancos, financia os bancos comerciais quando estes precisam de dinheiro, redescutando os empréstimos que fizeram ao setor privado. Como banco responsável pelas reservas em moeda estrangeira, o Banco Central as mantém para que esteja sempre pronto a comprar e vender dólares a um preço constante. Mais tarde, quando as taxas cambiais passam a ser livres, ainda mantém reservas para ter a possibilidade de evitar saltos bruscos na taxa cambial.

Para realizar todas essas operações ele se financia emitindo a moeda nacional. O saldo das emissões de papel-moeda é chamado de passivo financeiro líquido do Banco Central ou base monetária, ou *high powered money*, em inglês.

O aumento de qualquer componente do ativo do Banco Central — títulos públicos que mantém em carteira e não vendeu ao setor privado, saldo das reservas de dólares, redescontos que fez aos bancos comerciais — implica aumento do passivo do Banco Central, ou seja, aumento da base monetária. A menos que o aumento de um ativo — títulos públicos comprados por ele — seja compensado pela diminuição de outro ativo — venda de títulos públicos ao setor privado, redução das reservas em dólares ou dos redescontos aos bancos comerciais” (SAYAD, 2015, p. 46).

b. Regime monetário

Pretendendo evitar que as variações no poder de compra da moeda comprometam o desenvolvimento das trocas no mercado, uma autoridade monetária costuma adotar um regime monetário que serve justamente para orientar sua política monetária e evitar variações prejudiciais no valor da moeda, coordenando expectativas inflacionárias ou balizando a formação de preços. O regime monetário é a diretriz da política monetária.

Nesse sentido, expõe MODENESI (2005):

“um **regime monetário** nada mais é do que uma estratégia de condução de da política monetária baseada na utilização de uma regra” (p. XLVI).

O que varia de uma entidade política emissora de moeda para outra é a *regra* que é escolhida pela autoridade monetária. Os regimes mais comuns são (i) metas cambiais, no qual a inflação interna de uma moeda é subordinada à inflação externa de outra, criando um paralelismo de preços entre essas moedas; (ii) metas monetárias, no qual o estoque de moeda é monitorado para que o valor da moeda não varie; e (iii) metas de inflação, no qual a autoridade monetária se compromete a buscar uma determinada inflação em um determinado período de tempo e espera-se que os demais agentes do mercado ajam conforme essa expectativa.

c. Política cambial

Da mesma forma que a política monetária é utilizada para prevenir oscilações indesejadas no valor de uma moeda, a política cambial engloba o conjunto de instrumentos que Estados e autoridades monetárias utilizam para evitar flutuações prejudiciais na taxa de câmbio de suas moedas em relação às demais. Para tanto, é usual que os entes com mandato para executar esse tipo de política atuem diretamente no mercado de câmbio ou exercendo algum controle sobre as operações cambiais envolvendo sua moeda.

Segundo ASCARELLI (1959, p. 89), o termo “câmbio se refere a uma relação entre preços monetários de ordenamentos jurídicos diversos”. A taxa de câmbio nominal consiste na taxa à qual uma pessoa pode trocar moeda de um país pela de outros, enquanto que a taxa de câmbio real é a taxa à qual uma pessoa pode trocar bens e serviços de um país pelos bens e serviços de outro país. As taxas de câmbio nominal e real estão estreitamente relacionadas,

sendo que a taxa de câmbio real depende da taxa de câmbio nominal e dos preços dos bens nos países, medidos em moedas locais (MANKIW, 2012, pp. 672-674).

Dessa forma, a taxa de câmbio permite que os preços dos mesmos produtos em diferentes regiões monetárias, os quais são referenciados em moedas diversas, possam ser comparados. É nisso que consiste o poder de compra real de uma determinada moeda, que, em última instância, é a expressão do produto social gerado sob a ordem jurídica que a criou (COSTA, 2009, p. 36).

As taxas de câmbio expressam o produto social das regiões monetárias na medida que essas regiões interagem no comércio e nas trocas e “as trocas que se realizam nos mercados internacionais exprimem o posicionamento interno do sistema produtivo de cada Estado” (DE CHIARA, 1986, p.149). Assim, a adoção de uma política cambial tem como centro justamente seus efeitos sobre o sistema produtivo sujeito à ordem jurídica que a adota. Nesse sentido, DE CHIARA (1986) explica que:

“a disciplina da taxa de câmbio como comparação quantitativa entre moeda nacional e moeda estrangeira para fins de compra e venda é definida em termos de se implementarem vendas para o exterior, de incentivar o desenvolvimento das estruturas produtivas internas; ou, em sentido contrário, de se facilitarem compras no exterior e a importação de bens necessários para organizar o sistema produtivo interno” (p. 154).

Um câmbio sobrevalorizado faz com que os produtos e serviços do país percam competitividade externa. Um câmbio subvalorizado dificulta que um país importe os produtos e serviços dos quais necessita. Desta forma, “A política do governo em relação à taxa de câmbio reflete uma ponderação entre a competitividade dos produtores domésticos de *tradables*⁹ e a credibilidade anti-inflacionária: um câmbio fixo leva a uma menor inflação ao custo de menos competitividade e vice-versa” (FRIEDEN et al., 2005, p. 222). Conforme veremos no item *e*, a política cambial está estreitamente relacionada com a gestão do balanço de pagamentos.

⁹ *Tradables* são produtos e serviços que podem ser negociados em qualquer parte do mundo e estão sujeitos à concorrência externa. Opostos a eles estão os *non-tradables*, produtos e serviços cuja possibilidade de comércio ou prestação está vinculada a um local específico.

d. Regime cambial

A extensão e a gama de instrumentos de política cambial aplicáveis por parte de um Estado ou autoridade monetária são definidos dentro da própria ordem jurídica que normatiza a gestão do instrumento monetário. As capacidades e limitações da política cambial são determinadas com a adoção de um Regime Cambial. Cada regime cambial traz consigo vantagens e desvantagens.

Nas palavras de BRITO (1998):

“Ao adotar um regime cambial espera-se que este contribua efetivamente para a estabilidade econômica, estimule o comércio e o investimento estrangeiros, dê autonomia para a gestão governamental das políticas monetária e fiscal, além, é claro, de proteger a economia doméstica de perturbações advindas das finanças internacionais” (p. 76).

Essencialmente, os regimes cambiais padrões são dois: (i) câmbio fixo e (ii) câmbio flutuante. Entre essas duas balizas, muitas combinações podem ser feitas incorporando características típicas de ambos.

O regime cambial de câmbio fixo é elemento caracterizador de uma política monetária de metas cambiais. Nesses casos, é estabelecida uma relação fixa entre o valor que a moeda doméstica deve ter em relação a alguma moeda externa. Por isso dissemos que a inflação da moeda fica subordinada à inflação de outra. Nos regimes de câmbio fixo, eventuais desequilíbrios no balanço de pagamento que poderiam afetar o valor da moeda doméstica são controlados através do uso de reservas internacionais pelo Estado que adota esse regime.

No caso do câmbio flutuante, o mercado fixa a taxa de câmbio e o Estado procura manejar sua política monetária e cambial de modo a lidar com as pressões externas do mercado. Via de regra, o instrumento do qual dispõem os Estados e autoridades monetárias nesses casos é o manejo da taxa de juros dos títulos da dívida pública. Alterando essa taxa, o Estado ou autoridade monetária consegue disciplinar, em certos limites, o fluxo dos capitais e seu impacto sobre o balanço de pagamentos. Nesse regime cambial, espera-se que o resultado de aumento na taxa de juros seja apreciação cambial e que a diminuição da taxa de juros resulte em depreciação do câmbio.

e. Balanço de pagamentos

O Balanço de pagamentos é um instrumento contábil que congrega informações quanto a transações econômicas realizadas entre residentes e não-residentes de um ente político durante um determinado período de tempo.

Conforme desenvolvido de forma mais detalhada por GREMAUD et al. (No prelo):

“O Balanço de Pagamentos é o registro contábil de todas as transações econômicas realizadas entre os residentes e não residentes do país em um determinado período de tempo. (...) São registrados no Balanço de Pagamentos inúmeros tipos de transações como por exemplo, as exportações e importações do período, o pagamento de fretes e seguros, os empréstimos obtidos no exterior, os investimentos financeiros etc. Registram-se as transações que ocorreram naquele período de tempo, naquele ano ou naquele mês” (p. 11).

No período relevante para esse trabalho, os balanços de pagamentos nacionais eram preferencialmente guiados pelas normas da quinta edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos (BPM5) do Fundo Monetário Internacional (FMI). Este manual foi atualizado e sua sexta edição (BPM6) é aplicado pelas autoridades brasileiras desde 2015. Segundo o BPM6, os balanços de pagamentos são divididos em quatro contas, a saber:

- A Balança de Transações Correntes, que compreende (i) a Balança comercial de exportações e importações; (ii) a Balança de serviços, para transporte, seguros e serviços; além de (iii) a Balança de renda primária, para juros, lucros, salários e outras rendas;
- A Conta Capital, para registrar transações envolvendo ativos não financeiros e as transferências de capital;
- A Conta Financeira, que congrega informações sobre investimentos, derivativos e ativos de reserva; e
- A Conta de Erros e Omissões, utilizada para corrigir eventuais incongruências de apuração das outras contas, de modo que o ativo e o passivo do Balanço de Pagamentos como um todo sejam equivalentes.

Se o balanço de pagamentos de um determinado país é constantemente deficitário, a tendência é que o câmbio desse país tenha um viés de queda, o que tornaria suas mercadorias e serviços mais competitivos e ajudaria a equilibrar o balanço de pagamentos. Outra forma

de equilibrar um balanço deficitário, muito utilizada nos países emergentes e periféricos, é o aumento da taxa de juros para atrair capital financeiro e compensar eventual déficit comercial com uma Conta Financeira superavitária. Esse procedimento também faz com que o câmbio seja apreciado, incentivando importações e contendo a inflação de demanda.

Por sua vez, se o balanço de pagamentos de um determinado país é constantemente superavitário, a tendência é que esse país perca competitividade por conta de seu câmbio, que tende a ficar apreciado. Uma estratégia para evitar desaceleração econômica por conta dessa perda de competitividade motivada pelo câmbio é o uso de reservas internacionais para alterar a relação de oferta e demanda de divisas e conter parte do efeito de apreciação do câmbio.

f. Política fiscal

A Política Fiscal, igualmente às políticas monetária e cambial, consiste na utilização de instrumentos legais para prevenir oscilações indesejadas na atividade econômica, especialmente de preços, taxa de emprego e taxa de inflação. Os instrumentos utilizados na política fiscal são, basicamente, o recolhimento de impostos; a emissão de dívida pública e a tomada de crédito no mercado por parte do Estado; e os gastos públicos.

Amplamente utilizada atualmente, a política fiscal foi tabu até o início do século XX, principalmente porque a atuação estatal no campo econômico estava limitada pelos postulados da economia clássica e do regime cambial de câmbio fixo do padrão-ouro, que vinculava todas as economias centrais. O debate acadêmico sobre a política fiscal ganhou impulso a partir de KEYNES, que no capítulo 24 da sua Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda, formulada logo depois do *New Deal*, argumenta que:

“O Estado deverá exercer uma influência orientadora sobre a propensão ao consumo, em parte mediante o sistema de tributação, em parte por meio da fixação da taxa de juro e, em parte, eventualmente, por outros meios. Ademais, parece improvável que a influência da política bancária sobre a taxa de juro baste por si mesma para determinar um volume de investimento ótimo. Concebo pois que uma socialização abrangente do investimento será o único meio de assegurar uma situação aproximada de pleno emprego, embora isso não implique que se excluam todo tipo de compromissos e dispositivos pelos quais o Estado possa cooperar com a iniciativa privada” (2012, p. 344).

No entanto, é importante notar que, ao contrário das outras políticas que mencionamos, a política fiscal só é feita pela ação do Estado e não por uma autoridade monetária que pode ser supraestatal, como é o caso do Banco Central Europeu (BCE) que, por ser o ente com mandato para emissão do Euro, acaba sendo também responsável pelo exercício de política monetária e cambial de toda a zona do Euro. A competência em relação à política fiscal se concentra no Estado porque ele é o ente que recolhe e aplica os recursos derivados do poder de tributar, do qual detém titularidade, e tem a personalidade jurídica de Direito Internacional Público que o permite captar recursos no mercado via emissão de títulos de dívida pública ou assunção de obrigações perante credores.

No Brasil, as três políticas, monetária, cambial e fiscal, se concentram no nível da União em razão da repartição de competências na Constituição mencionada no capítulo introdutório deste trabalho. O objetivo da Dissertação é tratar das medidas de política monetária e cambial adotadas ao longo do período relevante entre 2008 e 2011, mas haverá menções eventuais à política fiscal porque todos esses instrumentos de política econômica se comunicam.

g. A interação entre as políticas monetária, cambial e fiscal

Antes de passarmos para a discussão sobre moeda em si, é importante fazer alguns apontamentos relacionados à interação entre as três políticas, monetária, cambial e fiscal, que acabamos de apresentar. Os desenvolvimentos mais recentes nesse tema convergem com nossa agenda de pesquisa.

O sentido geral do esforço científico tem sido entender os limites dessa interação, ou seja, em quais pontos a autonomia de um Estado ou autoridade monetária é restrita ao manejar os instrumentos de política monetária, cambial e fiscal. Novamente, KEYNES parece ser um marco inicial fundamental nessa discussão ao afirmar que:

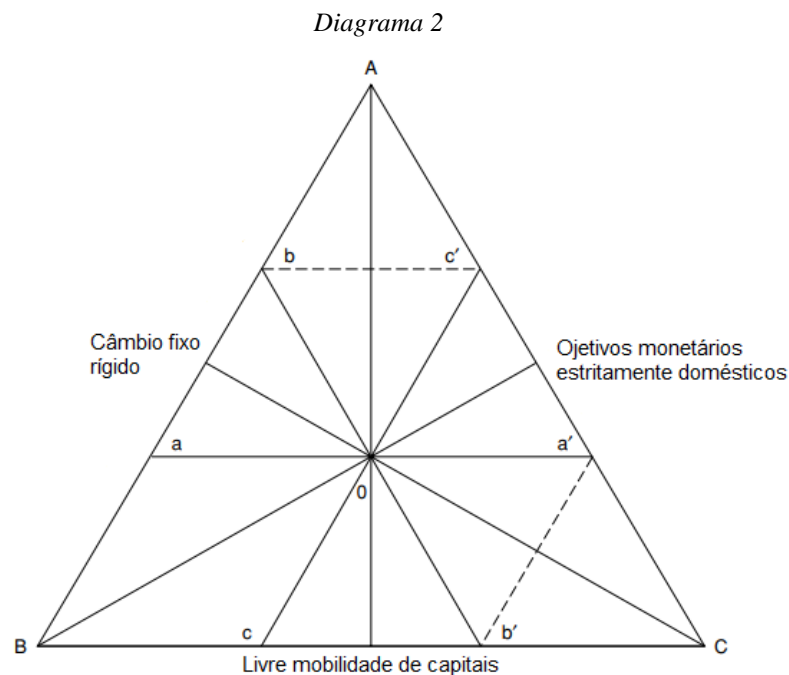
“Este, então, é o dilema de um sistema monetário internacional - preservar as vantagens da estabilidade das moedas locais do sistema em termos do padrão internacional e preservar ao mesmo tempo uma autonomia local adequada para cada membro sobre sua taxa de juros interna e seu volume de empréstimos estrangeiros” (1914, p. 304)

Como as observações de KEYNES foram feitas no período do Padrão Ouro-Libra, sua reflexão se referia a um ambiente em que o regime cambial de câmbio fixo e a

mobilidade de capitais eram pressupostos. No contexto do sistema monetário internacional construído no pós-Segunda Guerra, quando o controle de capitais passou a ser uma prática adotada pelo conjunto dos países, o dilema entre a adesão Padrão Ouro-Libra e a autonomia passou a ser compreendido como “trilema”, e para isso, tiveram importância capital os trabalhos de MUNDELL (1963) e FLEMING (1962), cujas conclusões apontaram para a ineficácia da política monetária onde há livre mobilidade de capitais e taxa de câmbio fixa.

Na forma do trilema, teoriza-se que um Estado ou autoridade monetária não pode servir-se de livre mobilidade de capitais; controle da taxa de câmbio; e autonomia de política monetária ao mesmo tempo. Poderiam conviver, no máximo, duas dessas três escolhas políticas. Isso porque (i) um Estado ou autoridade monetária que adote um regime cambial de câmbio fixo e queira uma política monetária não sujeita à influência externa, não pode permitir que o capital entre e saia livremente de seu sistema financeiro; (ii) havendo câmbio fixo e mobilidade de capitais, um Estado ou autoridade monetária não pode considerar que sua política monetária seja autônoma; e (iii) se um Estado ou autoridade monetária deseja permitir livre movimento de capitais e ter uma política monetária autônoma ao mesmo tempo, ele precisa ter um câmbio flutuante.

O trilema de MUNDELL-FLEMING, ou tríade impossível, pode ser graficamente representada na forma de um triângulo, em que cada ponta corresponde a uma dupla de políticas, expressas nos lados do triângulo:



Tríade impossível - Extraído de AGLIETTA (2002, p. 65).

Segundo AGLIETTA (2002), “cada país é livre para escolher sua inserção internacional em qualquer ponto do triângulo. O SMI [Sistema Monetário Internacional] é simplesmente a coleção de pontos escolhidos por diferentes países” (p. 66).

Ainda que essa noção siga sendo “um tema clássico da macroeconomia moderna” (FRANCO, 2004, p. 26), cabe aqui apresentar um novo desdobramento desse debate. Propõe-se agora um retorno ao dilema, na medida em que se percebe que um Estado ou autoridade monetária que permite que haja um livre fluxo de capitais e adota um câmbio flexível não necessariamente goza de autonomia na determinação de sua política monetária. Essa contribuição foi feita por PASSARI & REY (2015) e REY (2015a e 2015b) e leva em consideração as causas e consequências da Grande Recessão.

PASSARI & REY (2015) argumentam haver um ciclo financeiro global, correspondente a “um padrão claro de movimento conjunto de fluxos de capital bruto, de alavancagem do setor bancário, de criação de crédito e de preços de ativos de risco (ações, títulos corporativos) entre países” (p. 679). As autoras concluem que, contra o que anunciava o trilema, “as propriedades de isolamento de regimes de câmbio flutuante podem ter sido superestimadas” e que “mesmo que a taxa básica de juros de algum país permaneça inalterada, as condições financeiras internas são afetadas pela mudança na política monetária do Federal Reserve [o Banco Central dos EUA], por meio do papel do dólar como moeda internacional” (p. 694).

Reforçando esses pontos, REY (2015b), ao estudar os efeitos de uma alteração na taxa básica de juros do EUA sobre os juros de hipoteca não só nos EUA, mas também no Canadá, no Reino Unido e na Nova Zelândia, percebe haver uma correlação entre esses índices. Portanto, mesmo os países ricos que permitem a livre mobilidade de capitais e adotam câmbio flutuante não teriam uma política monetária autônoma (pp. 23-24). Assim sendo, o trilema na verdade se traduz em um dilema entre estar-se aberto aos fluxos de capital ou controlar as condições financeiras locais. “Políticas monetárias independentes são possíveis se, e somente se, a conta de capital for administrada, direta ou indiretamente, independentemente do regime cambial”. (REY, 2015a, p. 21).

Por fim, REY indica instrumentos que poderiam garantir aos Estados ou autoridades monetárias a preservação de alguma autonomia na condução da política monetária, e esses instrumentos seriam políticas macroprudenciais e, possivelmente, medidas de gestão de

fluxos de capital (2015b, p. 24). Na seção 6, trataremos da adoção dos dois tipos de política pelas autoridades brasileiras no período relevante para essa Dissertação.

h. O conceito jurídico de moeda

Um objeto comum que perpassa tudo o que foi definido acima é a moeda. É seu valor em relação aos bens e serviços e às moedas estrangeiras que os Estados e as autoridades monetárias buscam controlar por meio das políticas monetária, cambial e fiscal. A moeda também está presente no cotidiano de todos nós que vivemos em economias complexas, dotadas de mercados de bens e serviços diversificados.

Existe um debate vivo em múltiplas áreas do conhecimento sobre o que caracteriza a moeda. A seguir, trataremos das definições mais comuns em economia, que predominam nas fontes mais acessíveis, e traremos elementos do debate no Direito, a fim de cumprir com nossa proposta principal: apresentar um conceito jurídico de moeda.

Para os economistas, moeda é o conjunto de ativos na economia que as pessoas usam regularmente para comprar bens e serviços de outras pessoas (MANKIWI, 2012, p. 616). Assim sendo, nos manuais de economia, a definição mais usual do que é moeda é aquela feita a partir de uma perspectiva funcional. Essa definição estabelece que moeda é aquilo que exerce simultaneamente as funções de meio e instrumento de troca; unidade de medida (ou unidade de conta); e reserva de valor (VASCONCELLOS, 2007, pp. 289-290).

No papel de meio de troca, a moeda é algo que os compradores dão aos vendedores quando compram bens ou serviços. Num sistema econômico baseado na especialização e divisão do trabalho, é imprescindível que exista um instrumento que facilite as trocas de mercadorias para que não tenhamos que recorrer a trocas diretas ou escambo. A moeda ocupa o espaço de intermediadora das trocas, permitindo que elas sejam indiretas (MANKIWI, 2012, p. 616; VASCONCELLOS, 2007, p. 289).

Sendo unidade de conta, a moeda é um padrão de medida que as pessoas usam para medir e registrar valor econômico, anunciar preços e registrar débitos. Serve como medida do valor de troca das mercadorias e para comparar e agregar valor de mercadorias diferentes, dado que o preço de um bem é a expressão monetária de seu valor de troca (MANKIWI, 2012, p. 617; VASCONCELLOS, 2007, p. 289).

Na função de reserva de valor, a moeda é algo que as pessoas podem usar para transferir poder de compra do presente para o futuro. Ela pode ser guardada para momento posterior, pelo que ela serve como forma de poupança. O termo *riqueza* é usado para fazer referência ao total de reservas de valor (MANKIWI, 2012, p. 617; VASCONCELLOS, 2007, p. 290).

Do ponto de vista jurídico, cumpre mencionar a função da moeda no Direito das Obrigações. ASCARELLI (1959, p. 20) chama atenção para o poder liberatório que a moeda possui em relação às obrigações de natureza pecuniária e de sua adoção como uma medida de valores para a determinação de obrigação de dar em casos que tenham por objeto sejam títulos genéricos de execução diferida cujo adimplemento possa se dar pela entrega de peças em dinheiro.

Para além dessa classificação sobre as funções, o debate jurídico tem como foco a questão da validade da moeda e foi em torno disso que se desenvolveram duas abordagens jurídicas sobre a moeda: a *teoria estatal da moeda* e a *teoria social da moeda* (COZER, 2006, p. 54). É a partir da descrição desse debate que deduziremos um conceito jurídico de moeda, que nos guiará nesta Dissertação.

Teoria estatal da moeda foi justamente o nome da obra lançada por KNAPP em 1905. Ainda na plena aceitação do padrão-ouro, o autor se contrapunha à necessidade da existência de um padrão metálico. Segundo KNAPP (1924):

“Quando as ordens jurídicas dão o nome à unidade de valor (como Marco, Franco ou Rublo) e a definem por referência à unidade anterior, nada nos impede de dar aos meios morfos de pagamento uma validade dependente não do peso, mas da confiança. Uma *proclamação* é feita de que uma parte de tal, e tal descrição será válida como tantas unidades de valor. O morfismo, portanto, abre um caminho que não é *pensatório*” (p. 30 - Grifos nossos).

O termo *pensatório* faz referência aos meios de pagamento cujo valor dependiam do seu peso, ou seja, os meios lastreados em metal precioso. Não seria esse aspecto material relativo ao peso o que conferiria validade a um meio de pagamento, mas sim a *proclamação* feita pelo Estado, que lhe fixa as características físicas e lhe confere curso legal, vedando sua recusa no pagamento de débitos de qualquer natureza (DE CHIARA 1986, p. 39).

Essa diferença entre a moeda cunhada por proclamação e a moeda pensatória forma, para KNAPP, classificações *genéticas* de moeda, derivadas de sua origem. Ao lado dessa classificação viria outra, de ordem *funcional*. (KNAPP, 1924, p. 42).

KNAPP entende que o critério para definir-se o que seria moeda não poderia ser simplesmente aquilo que é emitido pelo Estado ou que tem curso legal, na medida em que isso excluiria parte relevante dos meios de pagamento igualmente não-pensatórios utilizados e amplamente aceitos, como as notas bancárias e títulos do tesouro (KNAPP, 1924, p. 95). Haveria no entanto, um tipo de meio que se diferenciaria por sua função:

“No sistema monetário de um Estado, deve haver um tipo de dinheiro que seja definitivo, em oposição ao dinheiro provisório (conversível). Assim, deve haver pelo menos um tipo que seja inconversível - para descrevê-lo negativamente. O dinheiro é definitivo se, quando o pagamento é feito, o negócio é concluído com clareza: primeiro para o pagador, em segundo lugar para o destinatário e terceiro para o emissor do dinheiro. O pagador não está mais sob uma obrigação, o destinatário não tem direitos adicionais contra o pagador ou contra o Estado, se o Estado tiver emitido o dinheiro” (KNAPP, 1924, p. 102).

Esse tipo de meio de pagamento, consistente no dinheiro definitivo, se caracterizaria por estar sempre apto a realizar pagamentos, sendo que o Estado pode forçar o recebimento desse tipo de meio de pagamento, que o autor chama de *valuta* (KNAPP, 1924, p. 105). Portanto, para a teoria estatal da moeda, a moeda se caracterizaria a partir da conjugação de dois aspectos centrados na ação estatal: (i) a concessão de curso legal a determinado meio de pagamento e (ii) a aceitação, forçada pelo Estado, desse tipo de meio de pagamento nas transações em geral.

WEBER, Em obra publicada postumamente em 1922, endossa a teoria de KNAPP no que diz respeito à caracterização genética da moeda, mas mostra discordância em relação ao elemento funcional. O autor expressamente reputa a KNAPP ter resolvido “de maneira excelente sua tarefa formal”, mas “no que se refere aos problemas materiais do dinheiro é incompleta” (WEBER, 2000, p. 47).

A classificação adotada por WEBER trata da validade do dinheiro em seus aspectos *formal e material*. Ele concorda com KNAPP, apontando que “sem dúvida, a ordem jurídica e a administração de um Estado, dentro do âmbito de seu poder, podem conseguir a validade *formal* legal e também a *formal* regimental de determinada espécie de dinheiro como padrão monetário” (WEBER, 2000, p. 120 - grifos do autor). Nesse sentido, a validade *formal* coincide com a proclamação e nada mais é que a dotação de curso legal à moeda.

Entretanto, a validade *material* desse meio de troca, ou seja, a relação de troca em que ele é aceito relativamente a outros bens em espécie, a ação legislativa do Estado teria pouca influência. A atuação do Estado para conferir esse tipo de validade a um determinado

meio de pagamento deveria envolver o exercício do poder político, por meio de racionalidade do consumo, controle da produção e ordenação de preços máximos (e também, naturalmente, mínimos) a fim de exercer influência sobre a relação de troca de bens e serviços dentro do território (WEBER, 2000, p. 120).

Portanto, o Estado poderia dar validade material a um meio de pagamento exercendo o que hoje chamaríamos de poder de mercado e regulação. A moeda demandaria *validade formal* determinada pelo Estado juntamente com essa *validade material* influenciável pela ação estatal.

Contra a teoria de KNAPP, a grande divergência que veio estruturar a teoria social da moeda teve como seu principal representante NUSSBAUM, especialmente a partir de uma obra originalmente publicada por ele publicada em 1925. Cabe mencionar que entre os anos de 1921 e 1923 ocorreu a maior crise inflacionária da história da Alemanha, Estado que abriga as terras natais de KNAPP, WEBER e do próprio NUSSBAUM.

Para NUSSBAUM, a essência da moeda está no papel que ela cumpre como uma *unidade ideal*, “como um equivalente, múltiplo ou submúltiplo dessa unidade; dito em uma palavra, como x vezes a mesma unidade” (NUSSBAUM, 1929, p. 32). Esclarecendo melhor o que é essa unidade ideal, o autor prossegue:

“esta unidade, individualizada com um nome próprio (marco, franco, lira etc.), não se origina das propriedades corpóreas da coisa utilizada como dinheiro em cada caso. Pelo contrário, constitui, para a consideração puramente lógica, o *prius* frente às coisas empregadas como dinheiro em particular (...). A essência do dinheiro é determinada por essa singular representação jurídica da personificação imediata da unidade ideal em uma coisa” (pp. 32-33).

Trata-se de função muito próxima à que elencamos como de unidade de conta. A particularidade da teoria social da moeda é a enunciação de que a unidade ideal não necessariamente deve ser fruto de uma proclamação, ou de qualquer atribuição de curso legal, por parte do Estado. A aceitação social de que uma coisa possa ser dada e recebida como representante da unidade ideal no comércio jurídico¹⁰ é que insuflaria nela a “alma do dinheiro” (NUSSBAUM, 1929, p. 44). Nesse sentido, a moeda:

¹⁰ “Comércio jurídico é a organização da satisfação de todas as necessidades humanas asseguradas por meio do salário” (JHERING, 1956, p. 100). DE CHIARA explica que o conceito se estrutura a partir de três elementos: a necessidade; o salário; e a organização, sendo que “A necessidade combinada com a impossibilidade de se atingir, por ação isolada, a satisfação desejada, impulsiona a vida em sociedade. Ao salário corresponde o meio de atingir a satisfação permitindo consolidarem-se as relações entre os homens no corpo social. A organização constitui-se na forma de reduzir as complexidades que se apresentam para a

“poderá ser uma peça de ouro, de prata, de cobre, um bilhete de papel ou qualquer outra coisa. Unicamente a relação da coisa-moeda com uma determinada ‘unidade ideal’ (dólar, libra, franco etc.) tem significação, sempre que seja considerada e tratada como moeda e não como uma simples peça de metal ou um pedaço de papel. A moeda (o objeto físico concreto) é, por conseguinte, uma coisa que, independentemente do material de que é composta, é dada e recebida pelo uso corrente como uma fração, equivalente ou múltiplo de uma unidade ideal” (NUSSBAUM, 1929, p. 18).

Para fundamentar sua teoria, NUSSBAUM menciona casos em que o instrumento monetário se fez presente independentemente da concessão de curso legal, como foi a aparição da moeda de urgência (*Notgeld*) na hiperinflação alemã. Ainda assim, o autor reconhece que essas são situações excepcionais, que se dão quando a moeda de que se dispõe normalmente deixa de atender, quantitativa ou qualitativamente, às necessidades do comércio (NUSSBAUM, 1929, p. 47).

ASCARELLI apresenta pensamento alinhado ao da teoria social da moeda, declarando que “a moeda é uma instituição tipicamente social; um elemento de ligação ao longo do tempo e entre os homens que não é concebível senão em uma organização social, ainda que rudimentar (1959, p. 6). O autor, de maneira mais explícita, também declara que “o ordenamento jurídico não define a moeda” (ASCARELLI, 1952, p. 39).

Entretanto, se um dos fundamentos da teoria social da moeda é a possibilidade da perda, pela moeda corrente, da capacidade de atender quantitativa ou qualitativamente, às necessidades do comércio, nada impediria também que a moeda nascida da prática do comércio jurídico também perdesse essa capacidade. E esse seria um cenário ainda pior porque esse instrumento monetário careceria de uma estrutura institucional estatal que pudesse garantir sua aceitação (COZER, 2006, p. 65). Nesse sentido, além das características funcionais, a moeda depende também de certas dotações jurídicas para que possa ser assim considerada.

Assim sendo, apesar de reconhecermos que o instrumento monetário deva gozar de aceitação no comércio jurídico, entendemos que a concessão de curso legal constitui um elemento fundamental da moeda. É o próprio DE CHIARA (1986) quem nos fornece um conceito jurídico de moeda afinado com o que expusemos acima:

consecução da causa finalística dessas relações. A organização em sistemas facilita a satisfação das necessidades, eliminando ou reduzindo a dispersão das alternativas” (1986, pp. 21-22).

“Será, então, a moeda na sua conceituação jurídica, a unidade ideal definida como tal no âmbito de uma ordem jurídica considerada. É, antes, um conceito que se pode denominar unidade ideal cuja função é expressar preços e quantificar relações de crédito e débito” (p. 57).

No mesmo sentido, COSTA (2009, p. 31) afirma que a moeda “é unidade ideal determinada como tal pelo ordenamento jurídico sob o qual é emitida, dentro dos limites de soberania do Estado que a emite. A moeda apenas terá todas as funções que lhe são peculiares dentro de uma ordem jurídica que assim o determine”. A moeda, portanto, quando fora da ordem jurídica que a qualifica como moeda deixa também de ter as funções que a caracterizam, passando a merecer o tratamento jurídico dispensado às coisas móveis e fungíveis.

CAPÍTULO III - Políticas monetária e cambial brasileiras antes da crise de 2008

4. O tripé macroeconômico

Para entendermos o sentido das mudanças normativas e institucionais na gestão das políticas monetária e cambial brasileiras entre a crise de 2008 e a adoção daquilo que convencionou-se chamar de Nova Matriz Econômica, é fundamental que tratemos antes do que regia essas políticas até a chegada dos efeitos da Grande Recessão. Antes da crise, as políticas monetária e cambial no Brasil eram basicamente orientadas pelas normas e instituições desenvolvidas a partir de 1999, no sentido da adoção do chamado “tripé” macroeconômico¹¹, que alterou profundamente o sentido que a política econômica vinha tendo desde a adoção do Plano Real em meados da década de 1990.

O Plano Real foi um pacote de estabilização econômica e de combate à inflação que levou à troca da moeda em julho de 1994 e obteve expressivo sucesso na contenção do processo inflacionário, que de 46,58% em junho de 1994 foi para 6,08% no mês seguinte e diminuiu ainda mais nos meses subsequentes, mas não foi uma simples reforma monetária. Ele se manifestou na forma de uma reorientação política, que redefiniu a forma de inserção do Brasil no sistema internacional, calcada na adoção de uma série de medidas liberalizantes na economia.

O Plano Real começou de fato ainda no ano de 1993 e se desenvolveu em três fases até 1999. Neste capítulo trataremos principalmente da terceira fase e das modificações ocorridas a partir de 1999, mas retornaremos às fases anteriores em momento posterior desta Dissertação.

Sua primeira fase, que durou de maio de 1993 a fevereiro de 1994, visou à promoção de um ajuste nas contas públicas. Argumentava-se que, caso não houvesse o ajuste das contas públicas, obtido por meio da elevação e da desvinculação das receitas do Governo federal,

¹¹ Tratei brevemente do tema em SILVA (2016).

como determinava a Constituição, a queda abrupta da inflação causaria uma deterioração fiscal que ameaçaria o sucesso do Plano¹².

A segunda fase do Plano, que foi de março a julho de 1994, teve como principal objetivo uma reforma monetária cujo primeiro passo foi a adoção de uma moeda indexada, que não circularia, mas teria seu valor atualizado. Tratava-se da Unidade Real de Valor (URV), adotada por meio da Medida Provisória nº 434, de 27 de fevereiro de 1994, que, mais tarde, seria base da Lei nº 8.880, de 27 de maio de 1994. A URV tinha o objetivo fundamental de alinhar os preços relativos da economia brasileira, além de funcionar como um mecanismo de coordenação das expectativas inflacionárias até que a nova moeda, o Real a substituísse e passasse a circular dotado de curso legal em julho de 1994.

A URV serviu para preservar o poder aquisitivo dos salários durante sua vigência. Por conta da Unidade, na forma da Medida Provisória nº 434/1994, “o salário real do trabalhador, ao final de cada mês ou no início do mês subsequente, dependendo da data de recebimento de cada categoria, era sempre o mesmo, isto é, igual ao salário real referente a 1º de março, data em que os salários foram convertidos em URV” (FILGUEIRAS, 2000, p. 107). Do ponto de vista político-eleitoral, apesar de não conter a desvalorização do salário ao longo do mês, a URV teve um impacto muito grande na sensação de aumento do bem-estar e fez com que Fernando Henrique Cardoso, que foi Ministro da Fazenda até em 30 março de 1994, despontasse como forte candidato nas eleições à Presidência da República e acabasse eleito no primeiro turno em outubro daquele ano.

A terceira e mais comprida fase do Plano Real, que foi de julho de 1994 a janeiro de 1999, começou com um ato do Presidente da República: a Medida Provisória nº 542, de 30 de junho de 1994. Essa Medida Provisória deu curso legal ao Real e determinou “as condições de emissão e lastreamento da nova moeda, com o objetivo precípua de garantir a sua estabilidade” (MODENESI, 2005, p. 308), instaurando um regime monetário de metas monetárias – a âncora monetária – a partir do padrão de emissão de reservas vinculadas de

¹² SILVEIRA (2015, p. 30) esclarece que “A necessidade de ajuste fiscal como condição necessária para o combate a inflação é unanimidade entre os formuladores do Plano Real, e vai se traduzir em medidas de tentativa de redução de despesas e aumento de receitas, tais como com a criação do Programa de Ação imediata (PAI); Fundo Social de Emergência (FSE); Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPFM), além da reforma constitucional para assegurar a abertura ao capital estrangeiro de setores que eram tradicionalmente explorados pelo Estado”

que tratava seu art. 3º. O texto da Medida Provisória nº 542/1994 mais tarde veio a constar da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995.

A introdução da nova moeda que de fato interrompeu o processo inflacionário levou a uma forte redução na velocidade-renda de circulação da moeda¹³, de modo que:

“não foi possível ao BCB determinar *ex ante* qual volume de oferta monetária seria compatível com a estabilidade de preços, tornando letra morta a programação monetária (...) As metas para os agregados monetários não foram cumpridas e o real se valorizou excessivamente – chegando a ser cotado abaixo de 0,84 por dólar norte-americano – por força da entrada de volume expressivo de divisas no País. Ao ficar clara a necessidade de correção do rumo na política monetária, a âncora monetária foi substituída pela âncora cambial – que acabou logrando êxito na manutenção da estabilidade de preços” (MODENESI, 2005, pp. 310-312).

Em grande medida, a adoção da âncora cambial, que consistia em um regime cambial de câmbio fixo, que sucedeu a âncora monetária, foi a essência do próprio Plano Real, ao gerar um mecanismo que redefiniu o papel do setor externo na economia brasileira. Em verdade, o Real foi mantido artificialmente sobrevalorizado ao mesmo tempo em que foi aplicada à economia nacional outra política do Plano Real: sua exposição a um grau de abertura sem precedentes com desregulação do setor financeiro. Dessa forma, parcela substancial da demanda interna se deslocou para os produtos importados, gerando uma forte restrição à capacidade do setor produtivo doméstico de formar preços livremente.

MODENESI (2005) explica que:

“Assim, setores produtivos que historicamente vinham sendo protegidos por barreiras comerciais e/ou elevadas tarifas de importação foram subitamente expostos à concorrência internacional exercida por produtos de qualidade igual ou superior à produção nacional. Em face da competição externa, os produtores nacionais se viram forçados a praticar preços compatíveis com os dos similares importados” (pp. 316-317).

A âncora cambial admitia gradação e é importante dizer que ela foi sendo progressivamente flexibilizada até janeiro de 1999. A política cambial durante a terceira fase do Plano Real pode ser dividida em quatro etapas, caracterizadas pela adoção dos seguintes sistemas: (i) de flutuação cambial em um regime monetário de metas monetárias, até que se chegou à relação 0,84 BRL/USD; (ii) de taxa de câmbio fixa; (iii) de banda cambial

¹³ Esse efeito consistente em um aumento na demanda por dinheiro em um contexto de redução da inflação dado que não seria mais tão custoso manter o dinheiro sem circular já havia sido previsto por LARA-RESENDE & ARIDA (1985, pp. 7-8). Voltaremos a este ponto na seção 10 deste trabalho.

deslizante, já pouco flexibilizada; e (iv) de banda cambial rastejante, de maior flexibilização (MODENESI, 2005, p. 313).

Claro que a manutenção daquela relação entre Real e Dólar que levava a uma expansão das importações tinha seus custos. A manutenção do equilíbrio do balanço de pagamentos e o não-comprometimento das reservas internacionais do país demandava a atração de capitais externos que era feita a partir da fixação de uma taxa de juros básica astronômica. A Selic¹⁴ real permaneceu “acima de 10% a.a. durante todo o período de implantação do Plano Real, e a sua média foi superior a 20% a.a. no mesmo período” (MODENESI, 2005, p. 327), com consequente efeito contracionista sobre a moeda e o crédito.

Naquilo que se refere à dinâmica interna, os efeitos da implantação da nova moeda assim realizada foram bastante perversos. Em primeiro lugar porque a avalanche de importações que se deu após a abertura econômica levou à redução do dinamismo das exportações brasileiras. Houve também ascensão da taxa de desemprego aberto, o que afetou salários, e desaquecimento da economia. A partir de 1994, verificou-se uma também uma tendência de queda na taxa de variação do produto real e um aumento expressivo da dívida líquida do setor público, que se elevou em todos os anos do período em questão, fundamentalmente em razão da manutenção da taxa Selic em níveis muito elevados (MODENESI, 2005, pp. 332-334). A estabilização ou até mesmo a redução da relação dívida/PIB passou a constituir-se em um dos maiores desafios à manutenção da estabilidade de preços na era do Real e sequer o forte programa de desestatização que acompanhou o Plano Real foi eficaz para trazer esse equilíbrio (FILGUEIRAS, 2000, p. 116).

Além disso, a intensidade da abertura conduziu também a uma situação em que os hábitos de consumo da população brasileira foram transformados sem que o setor produtivo nacional acompanhasse ou absorvesse essas mudanças. Atrelar a economia nacional mais fortemente ao setor externo e criar essa relação da dívida puxada pela Selic, teve o efeito de aumentar a vulnerabilidade da economia brasileira. As oscilações nos mercados externos passaram a nos afetar profundamente, tendo, inclusive, sido a crise russa de 1998 o fator preponderante que levou ao abandono da âncora cambial em janeiro de 1999.

¹⁴ A “taxa Selic” é a taxa média ajustada de financiamentos diários para títulos públicos federais, de emissão do Tesouro Nacional, negociados e registrados no âmbito do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) (DURAN, 2012, p.141). É a taxa básica de juros do mercado brasileiro.

Em 4 de outubro de 1998, Fernando Henrique Cardoso foi reeleito Presidente da República, novamente em primeiro turno. A hipótese da reeleição havia sido incorporada à Constituição Federal a partir da Emenda Constitucional n.º 16, de 4 de julho de 1997. Neste segundo mandato, que foi de 1º de janeiro de 1999 a 31 de dezembro de 2002, foram introduzidas uma série de mudanças na gestão macroeconômica, compondo aquilo que ficou conhecido como “tripé” macroeconômico.

Na dinâmica da contenção da inflação no primeiro mandato presidencial de Cardoso, o câmbio exercia a função de manutenção dos preços e a taxa de juros era responsável pelo equilíbrio do balanço de pagamentos. Conforme veremos, essa figura é invertida no segundo mandato, já a partir do início de 1999, assumindo uma conformação que, em muitos aspectos, persiste até hoje.

Ao longo do primeiro Governo de Fernando Henrique Cardoso, o Brasil enfrentou uma série de crises justamente por conta da dificuldade de atrair um capital volátil para equilibrar seu balanço de pagamentos e conseguir manter a âncora cambial sem que as reservas internacionais fossem comprometidas. O Brasil sequer foi responsável por essas crises. O que se passava era que quando algum outro Governo da periferia dava uma resposta não esperada ao mercado financeiro, a desconfiança recaía sobre os todos os países na mesma condição e os capitais passavam a sair dessas praças financeiras que, diante da dependência elevada, tomavam, para mantê-los, medidas como incrementos às taxas de juros básicas e desinvestimentos em seguridade social. Essas medidas, em regra, favoreciam os proprietários do capital em detrimento da população do país periférico.

A igualdade de tratamento jurídico ao capital estrangeiro e nacional já era previsto no art. 2º da Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962. Conforme abordaremos na seção 10, os mecanismos mais diretos de gestão de fluxos de capital estavam suspensos desde o início da década de 1990 por força de dispositivos infralegais. Nesse contexto, o texto da Exposição de Motivos nº 37, de 16 de fevereiro de 1995, que acompanhou a proposta que se converteria na Emenda Constitucional nº 6, de 15 de agosto de 1995, que revogou o art. 171 da Constituição Federal de 1988 e constitucionalizou a igualdade de tratamento jurídico às empresas estrangeiras e nacionais, serve para demonstrar a prioridade que vinha sendo dada à atração de capital:

“A discriminação ao capital estrangeiro perdeu sentido no contexto de eliminação das reservas de mercado, maior interrelação entre as economias e necessidade atrair capitais estrangeiros para complementar a poupança interna”¹⁵.

Reviravoltas de conjuntura advindas da crise do México, conhecida como Efeito Tequila, em 1995 e da crise asiática de 1997 forçaram a adoção de taxas de juros mais altas para que os capitais financeiros e especulativos não saíssem do país e levassem a uma crise do balanço de pagamentos e à crise cambial, dado que não mais seria possível sustentar a âncora. Juntamente com essas altas taxas de juros, vinha aumento da dívida pública que ensejava e justificava medidas de austeridade e privatizações.

Cada vez mais o Governo tinha dificuldades para manter a âncora cambial que era o ponto chave da política de estabilização e, com isso, foram acontecendo os mencionados movimentos de flexibilização que incluíam, por exemplo, o estabelecimento de uma banda de flutuação para a taxa de câmbio. Em 1998, a crise da Rússia gerou um novo ataque especulativo contra o Real e causou uma crise cambial no mesmo ano, levando o país a buscar o FMI para financiamento e a realizar uma profunda transformação das práticas de gestão da macroeconomia.

Nessa crise de 1998, ficou evidente a insustentabilidade do Real valorizado no nível que a âncora cambial pretendia. A mudança na política cambial “se tornara uma necessidade ainda mais urgente em face do forte desequilíbrio fiscal, que era exacerbado pela adoção de política monetária excessivamente restritiva, imposta, por sua vez, pela manutenção do próprio regime monetário de metas cambiais” (MODENESI, 2005, p. 352).

Em dezembro de 1998, a redução no volume de reservas foi interpretada pelo Governo como um sinal inequívoco de que o regime de metas cambiais teria que ser abandonado o quanto antes. “No dia 13 de janeiro de 1999, o Governo mostrou claramente que o sistema cambial seria flexibilizado ao substituir Gustavo Franco – maior defensor e verdadeiro ícone da âncora cambial – por Francisco Lopes na presidência do Banco Central. O piso e o teto da banda foram ampliados para R\$ 1,20 e R\$ 1,32, respectivamente” (MODENESI, 2005, pp. 356-357). No entanto, a situação cambial da economia brasileira era extremamente grave, e a mudança anunciada foi insuficiente para revertê-la.

Para preservar as reservas de que o País ainda dispunha, o CMN, por meio da Resolução nº 2.588, de 25 de janeiro de 1999, deixou que o câmbio flutuasse livremente. A

¹⁵ Disponível na página 3246 do Diário do Congresso Nacional, Seção I, de 15 de março de 1995.

Resolução previa “a unificação das posições de câmbio do mercado de câmbio de taxas flutuantes com o mercado de câmbio de taxas livres, que passou a vigorar a partir de 1º de fevereiro de 1999” (COSTA, 2009, p. 125). Foi este o momento da desvalorização do Real e do abandono do regime monetário de âncora cambial após quase meia década desde sua adoção. Estabeleceu-se, em seu lugar, um sistema de flutuação suja da taxa de câmbio¹⁶, permitindo a intervenção do BACEN.

As medidas finais para unificação e flexibilização do câmbio brasileiro vieram a ser concluídas apenas na década seguinte. A Resolução nº 3.265 do CMN, de 4 de março de 2005 unificou, por fim, os mercados de câmbio de taxas livres e de taxas flutuantes que conviviam desde a edição da Resolução nº 1.552 do CMN, de 22 de dezembro de 1988 (COSTA, 2009, pp. 122 e 125).

A mudança do regime cambial se deu, portanto, não por opção de nossas autoridades. Ela foi forçada por conta de pressões externas. As reservas foram todas absorvidas pelos agentes externos, a vulnerabilidade aumentou e, diante desse quadro, as autoridades tiveram que flexibilizar o câmbio independentemente de acharem que o processo de estabilização já havia se consolidado.

A esta altura e seguindo uma tendência de redução do papel do Estado na economia, o Governo já havia perdido sua faculdade de controlar o fluxo de capitais e de determinar o câmbio. Nos termos do triângulo da impossibilidade, sobrou ainda a possibilidade estabelecer a taxa de juros básica da economia, que é utilizada na nova dinâmica da gestão macroeconômica, mas, como vimos, mesmo essa ferramenta fica sujeita a limitações em ambientes de livre fluxo de capital.

Como consequência do abandono do regime monetário da âncora cambial:

“foi necessário adotar uma nova âncora nominal que coordenasse as expectativas inflacionárias e balizasse a formação de preços garantindo, portanto, a manutenção da estabilidade de preços, as autoridades monetárias adotaram o regime de metas de inflação, ainda que informalmente, no início do ano de 1999” (MODENESI, 2005, p. 359).

¹⁶ O Regime da flutuação suja da taxa de câmbio é aquele em que a autoridade monetária intervém no mercado de reservas internacionais esporadicamente e de maneira limitada, pretendendo reduzir a volatilidade cambial. GOLDFAJN (2017, p. 361) explica que “na prática, é difícil observar em economias emergentes regimes de câmbio fixos ou flexíveis puros: normalmente, observa-se o convívio de flutuações cambiais com acúmulos de reservas, como no Brasil nas últimas décadas”.

Em 4 de março de 1999, Armínio Fraga, operador do mercado financeiro, foi nomeado presidente do BACEN e o regime monetário de metas de inflação foi, de forma ainda precária, adotado no Brasil. Tal fato fica evidenciado da leitura das Notas¹⁷ da 33ª reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM)¹⁸, em março de 1999, na qual diz-se expressamente:

“O objetivo primeiro do Banco Central é a manutenção da estabilidade de preços”.

Formalmente, o novo regime foi incorporado ao ordenamento jurídico nacional apenas três meses mais tarde, em junho de 1999, por meio do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

Cabe trazer à tona alguns dispositivos desse diploma legal. O art. 2º trata de conferir ao BACEN independência de instrumentos para cumprir as metas de inflação estabelecidas pelo CMN, na forma do art. 1º, § 2º, conferindo ao BACEN, portanto, o mandato legal da execução do regime monetário de metas de inflação. Outra disposição relevante é aquela contida no parágrafo único do art. 4º, que estabelece que, caso a meta de inflação não seja alcançada, o presidente do BACEN deve tornar públicas as razões de seu descumprimento em carta aberta ao Ministro da Fazenda, contendo, conforme os incisos: (i) descrição detalhada das causas do descumprimento da meta; (ii) as providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos e; (iii) o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.

Do ponto de vista procedimental, com dois anos de antecedência, o CMN fixa, para cada ano, um intervalo de meta para a inflação, nos termos do Decreto nº 3.088. De posse dessa informação e de outros dados obtidos junto a agentes privados, o COPOM se reúne periodicamente e estabelece qual deverá a taxa Selic. A Selic é uma meta e é a taxa básica de juros da economia. Manipulações em seu patamar no curto prazo influenciam o custo da moeda no sistema bancário no longo prazo (DURAN, 2012, p. 46).

¹⁷ Disponíveis em < <http://www.bcb.gov.br/?copom33> >. Acesso em 31 de maio de 2019.

¹⁸ O Comitê de Política Monetária foi instituído em 20 de junho de 1996, por meio da circular n.º 2698, com o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária e de definir a taxa de juros. O Copom é composto pelos membros da Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil: o presidente, que tem o voto de qualidade; e os diretores de Administração, Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos, Fiscalização, Organização do Sistema Financeiro e Controle de Operações do Crédito Rural, Política Econômica, Política Monetária, Regulação do Sistema Financeiro, e Relacionamento Institucional e Cidadania.

Para saber se o efeito pretendido foi produzido, o BACEN observa indicadores e faz levantamentos contínuos junto a agentes privados para conhecer suas expectativas. Assim opera formalmente o regime monetário de metas de inflação adotado no Brasil em 1999.

Para entendermos melhor de que forma essa mudança de regime monetário afetou a gestão macroeconômica brasileira, convém lembrar uma fala de Armínio Fraga, à época Presidente do BACEN, em entrevista dada ao programa Roda Viva em 14 de junho de 1999, uma semana antes do Decreto nº 3.088/1999 instituir formalmente o regime:

“O que se tem hoje é uma mudança que dá à taxa de câmbio uma função diferente da função que ela tinha antes. Antes o Governo dizia para a taxa de câmbio: ‘Você toma conta da inflação’ e dizia para a taxa de juros: ‘Você toma conta do balanço de pagamentos’, que é um regime de taxa de câmbio fixa. Hoje nós estamos escalando o time de forma diferente. Nós estamos dizendo para taxa de câmbio: ‘você toma conta do balanço de pagamentos’ e para taxa de juros: ‘você toma conta da inflação’”¹⁹

O ponto mais relevante desta fala é que ela expressa a grande diferença existente entre os regimes monetários e cambiais da forma como foram aplicados no país. O ponto principal a considerar é a inversão dos papéis exercidos pela taxa de câmbio e pela taxa de juros.

Na ordem vigente até 1998, a taxa de câmbio servia para o controle da inflação, na medida em que possibilitava que insumos importados entrassem no país custando menos ao mesmo tempo em que forçava os agentes nacionais a diminuir seus preços para não perder competitividade, independentemente do efeito que isso poderia ter sobre o nível de emprego. A taxa de juros, por sua vez, servia precipuamente para atrair capital financeiro volátil e equilibrar o balanço de pagamentos, permitindo a manutenção da taxa de câmbio no nível desejado pelas autoridades.

No regime de metas de inflação, acontece justamente o contrário. O câmbio flutuante, ainda que essa flutuação seja “suja”, serve para preservar o equilíbrio do balanço de pagamentos, na medida que o preço da moeda se mantém relativamente adequado à sua relação de oferta e procura, onerando menos as reservas de divisas do país. O BACEN só intervém para impedir uma variação que julgue desestabilizadora da taxa de câmbio. A taxa de juros, por sua vez, passa a ser instrumento de controle da inflação, uma vez que a

¹⁹ Disponível em < http://www.rodaviva.fapesp.br/materia/761/entrevistados/arminio_fraga_1999.htm >. Acesso em 31 de maio de 2019.

determinação da taxa básica de juros pela autoridade altera expectativas quanto à oferta de moeda e de crédito, como passaremos a expor a partir de agora.

Assim sendo, do ponto de vista de seu mecanismo na prática, a meta de inflação transformou a forma como era utilizada a Selic. Se antes ela incidia diretamente sobre o controle monetário do fluxo de capital que entrava no país, no novo regime ela segue exercendo essa função, mas de forma acessória. O controle da oferta de moeda e de crédito passa a ser sua principal função. “No regime de metas de inflação, o único instrumento para o controle de preços – independentemente da natureza do processo inflacionário em questão – é a taxa de juros (CARVALHO, 2018, p. 173).

O regime monetário de metas de inflação não foi criado no Brasil. Ele decorre da experiência desenvolvida na Nova Zelândia na década de 1980. Quanto ao regime monetário de metas de inflação, explica SCHWARTSMAN (2004):

“Hoje há um certo consenso acerca de um regime de metas ser caracterizado por cinco elementos:

- o anúncio público de metas de médio prazo para a inflação, sem referência a outras âncoras nominais;
- um compromisso institucional com a estabilidade de preços como objetivo primário do Banco Central;
- uma estratégia que inclua toda a informação possível para decidir sobre o instrumento de política monetária;
- transparência de estratégia de política monetária através da comunicação acerca dos objetivos, planos e decisões da autoridade monetária com o público;
- responsabilidade (accountability) do BC em atingir as metas de inflação.”

Todos esses aspectos foram sendo inseridos na gestão macroeconômica brasileira entre a chegada de Armínio Fraga à presidência do Banco Central e a positivação jurídica do regime com a entrada em vigor do Decreto nº 3.088/1999.

O modelo brasileiro, especificamente, teve suas regras inspiradas nos mecanismos criados para o Banco da Inglaterra, que atua como Banco Central para o Reino Unido. O regime tornou-se parte de:

“um modelo de governança no setor internacional, patrocinado por instituições como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial, por meio da promoção de assistência técnica e de treinamento de funcionários públicos. A ideologia predominante propagava moeda e instituições fortes, com pouca interferência estatal na economia, privatização e bancos centrais independentes” (DURAN, 2012, p. 30).

A competência para o controle da moeda foi transferida para o BACEN, o COPOM e o CMN, órgãos institucionalmente insulados na estrutura do Poder Executivo. Essa reorganização foi feita incorporando a demanda liberal pela independência dos Bancos Centrais, de modo que a gestão da moeda ficasse apartada da política econômica. Este argumento “baseia-se na diferenciação entre o julgamento político em torno da estabilidade monetária com base em conhecimento técnico específico e o julgamento baseado no cálculo político” (DURAN, 2012, p. 33).

A âncora nominal baseada na inflação, ou seja, a meta de inflação, foi uma ferramenta de despolitização da gestão monetária. Essa medida foi implantada no Brasil justamente como resposta aos problemas decorrentes de outra situação criada pela adoção do discurso neoliberal nas primeiras fases do Plano Real.

Assim sendo, nota-se que, ainda que o Estado tenha permanecido com a faculdade de manejar a taxa de juros para execução da política macroeconômica, a margem de discricionariedade para esse manejo tornou-se bastante limitada por conta dessa imposição jurídica pretensamente despolitizada. Pretensamente porque “a despeito do ‘revestimento’ da objetividade e da neutralidade valorativa alcançada pela introdução da ciência no processo político, escolhas políticas continuam a ser altamente politizadas em suas consequências alocativas” (DURAN, 2012, p. 58). A política econômica somente é despolitizada no sentido de tirar do Governo o poder de traçar política monetária. O regime pode ainda afetar o orçamento do Tesouro, na medida em que é o Banco Central supostamente autônomo que manipula as taxas de juros que remunera os títulos públicos.

Em regra, quanto mais altos são os juros de uma economia, menores são a atividade econômica e a tendência de aumento da inflação. No Brasil, o regime monetário de metas de inflação guarda algumas idiossincrasias, sendo teoria corrente que a Selic é mantida ainda em patamar excessivamente alto para estabilização do câmbio em patamar alto, como ocorria anteriormente, quando a âncora cambial era utilizada. BARBOSA-FILHO (2008) descreve como a taxa de câmbio passa a ser usada como âncora nominal mesmo com a adoção das metas de inflação, mostrando como entre os anos de 2000 e 2006 a meta de inflação só foi cumprida nas ocasiões em que houve apreciação cambial em termos nominais. No mesmo sentido, CARVALHO (2018, pp. 47-48) aponta que “desde a implementação do regime de metas de inflação em 1999, em que quase todos os anos em que houve desvalorização

cambial, a inflação atingiu ou ultrapassou a o teto da meta. Já nos anos em que o dólar caiu, a meta, em geral, foi cumprida”.

Quanto aos resultados da troca de regime monetário, FILGUEIRAS (2000) apresenta a seguinte crítica:

“essa mudança, se amenizou a vulnerabilidade externa do país, pelo lado da balança comercial, manteve, no fundamental, a mesma concepção de inserção subordinada do país na globalização e, portanto, manteve também a dependência dos fluxos de capitais externos – que continuaram financiando o balanço de pagamentos e se alimentando da dívida pública. O caminho para o desenvolvimento sustentado – que compatibilize taxas de crescimento, por vários anos consecutivos, acima de 4% com equilíbrio do balanço de pagamentos e taxas de inflação moderadas – continuou interdito para a economia brasileira” (pp. 257-258).

Mesmo com a adoção do regime cambial de câmbio flutuante e do regime monetário de metas de inflação, o cenário internacional desfavorável acompanhou, permanentemente, o segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso. Esse fato atrelado à situação de vulnerabilidade que tornou-se marca da economia brasileira fez com que movimentos, de curto prazo, de aceleração de desaceleração da economia fossem uma característica básica do período, como já havia ocorrido no primeiro mandato.

Ainda que não seja o momento de entrarmos em minúcias sobre o que especificamente governa a ação dos agentes que controlam os fluxos de capital, cabe esclarecer um pouco a dinâmica por trás dessas tendências. Quando um agente privado ou de Direito Público externo direcionava capital para a economia brasileira, ele o fazia buscando uma combinação de três objetivos: (i) liquidez para redirecionar seu capital na hora em que julgasse mais adequada; (ii) retorno financeiro; e (iii) segurança contra possíveis desfalques. São os objetivos básicos de qualquer investimento.

O Governo dependia da entrada desses fluxos para sustentar o nível de reservas e equilibrar o balanço de pagamentos no período da âncora cambial e para preservar o câmbio em um nível que permitisse manter as importações e, com isso, impedir a volta da inflação após a adoção do câmbio flutuante. Como mencionamos anteriormente, medidas infralegais adotadas no início da década de 1990 asseguraram a liquidez do capital na medida em que liberalizaram os fluxos de capital, removendo do Estado sua capacidade de adotar políticas de gestão de fluxos de capital. O retorno dos investimentos, por sua vez, era garantido pela fixação da taxa de juros básicos da economia em patamar notadamente alto. O ponto que

restou é aquele que diz respeito à segurança dos investimentos contra calotes e é nele que se concentram os motivos para a vulnerabilidade brasileira diante de crises em outras partes do mundo no período.

Dadas as características próprias do estado, os negócios jurídicos envolvendo entes estatais já são considerados os mais seguros no âmbito da ordem jurídica que constitui o próprio ente:

“Uma vez que o Estado goza de posição privilegiada nas situações jurídicas das quais faz parte (não se sujeita a falência, independe da atividade econômica para ampliar receita – senão indiretamente –, serve-se de prazos e volumes de recursos diferenciados), a taxa de juros convencionada nos negócios jurídicos em que o Estado figura como tomador do instrumento monetário representa – no âmbito interno – o menor potencial de risco ao credor, motivo pelo qual será a partir dela que se conformarão as demais taxas praticadas no mercado” (SILVEIRA, 2015, p. 61).

Apesar dessa segurança inerente aos títulos públicos, o Brasil é um país classificado como em desenvolvimento ou como emergente. Segundos MOSLEY (2003, p. 112), quando os investidores pensam para quais países direcionar investimentos, já assumem que “o risco de inadimplência é, para todos os efeitos, ausente nas nações desenvolvidas, mas é um fator importante nas nações em desenvolvimento”. Quais elementos os investidores utilizam para classificar os países na arena internacional e quais indicadores esses agentes olham em cada categoria de país, bem como as razões estruturais para que os investidores possam exercer pressões dessa natureza, serão assunto da seção 8 deste trabalho.

Além de estar fora do grupo das nações desenvolvidas, o Brasil tinha se tornado um país aberto do ponto de vista do mercado financeiro e ficado dependente dos fluxos de capital para equilibrar seu balanço de pagamentos e controlar sua inflação. Esses fluxos são voláteis e os países na situação do Brasil ficam vulneráveis aos humores dos investidores. MOSLEY (2003) igualmente chama atenção para essa combinação de fatores:

“Os mercados de capital relativamente abertos em nações em desenvolvimento de renda média permitem fortes respostas do mercado às mudanças na política do governo. Outros fatores podem tornar essas pressões ainda mais fortes: primeiro, a dependência das nações de mercados emergentes em relação ao capital estrangeiro é maior do que nas democracias desenvolvidas; os governos têm menos opções sobre como acessar os mercados de capitais internacionais” (p. 111).

Não obstante tudo isso, algo que é de fato intrigante é o fato de que nenhuma das crises que afetou a economia brasileira teve como epicentro o Brasil. Algumas delas, como

a asiática e a russa tiveram origem em locais pouco integrados às cadeias de produção das quais o Brasil participava e ainda assim o impacto foi considerável.

A pesquisa de BROOKS et al. (2015) sugere que os investidores profissionais alocam países dos quais são credores de acordo com categorias e que a avaliação de risco de um país não é feita apenas a partir do exame da condição de suas instituições, indicadores domésticos e dos seus fundamentos econômicos e políticos subjacentes, mas também do risco que os investidores percebem em outros tomadores soberanos que se encaixam na mesma categoria. Os investidores adotam esse procedimento como um atalho para tomada de decisões (p. 587). A adoção de um procedimento dessa natureza:

“reduz o controle dos governos tomadores de empréstimos sobre o sentimento do mercado: os governos muitas vezes não selecionam os grupos de pares nos quais os investidores os colocam. Nossas análises estatísticas evidenciam nossa alegação de que as avaliações de risco ostensivamente ‘soberanas’ são, na verdade, em grau significativo interdependentes, uma vez que os prêmios de risco dos pares oferecem uma fonte significativa da variação das restrições de mercado” (BROOKS et al., 2015, p. 587).

Nesse sentido, no que diz respeito à segurança dos investimentos, a posição do Brasil ficou particularmente vulnerável do ponto de vista externo. Em que pese tudo isso, seria um erro considerar que não tenha havido por parte do próprio Governo brasileiro uma predisposição para usar essas condições todas para levar a cabo intencionalmente um conjunto de reformas liberalizantes. A coalizão que dava sustentação interna ao governo Cardoso tinha interesse na extensão das atividades do mercado financeiro, na abertura do mercado a empresas multinacionais e na manutenção da taxa de câmbio em patamares elevados, de modo que os setores socialmente mais abastados pudessem emular internamente o padrão de consumos dos habitantes de países ricos, e já observou-se que:

“em alguns casos contemporâneos, os partidos do governo têm predisposições ideológicas de longa data em relação às políticas neoliberais. Quando os governos nacionais preferem, por razões políticas ideológicas ou domésticas, reduzir os déficits orçamentários, em vez de mantê-los ou aumentá-los, as pressões do mercado financeiro servem para reforçar a retidão fiscal. Mas eles não fazem com que os governos mudem seu curso geral de ação” (MOSLEY, 2003, p. 159).

Mesmo com os esforços de abertura e incremento de juros, as crises não pararam e a economia brasileira foi instável no período. Em 2000, apesar de uma crise financeira internacional causada pelo estouro da bolha da Internet nos EUA, houve retomada do crescimento por conta de uma taxa recorde de Investimentos Estrangeiros Diretos e da diminuição da taxa de juros entre março de 1999 e abril de 2001, depois do pico de 45%

alcançado logo após a nomeação de Fraga pra a Presidência do BACEN. O fato de que tivemos eleições municipais em 2000, que fez que Prefeitos fossem mais propensos a realizar obras, também contribuiu para o resultado.

Em 2001, com a crise argentina e os atentados de 11 de setembro nos EUA, a economia brasileira desacelerou e o Real desvalorizou desde janeiro, com juros voltando a subir em maio. Houve também uma crise de energia, que forçou o Governo a adotar um racionamento. Esse conjunto de fatos fez com que o Governo buscasse outra vez o FMI em dezembro, para fechar novo acordo antes mesmo que o anterior, de 1998, tivesse acabado.

A existência dessas condições não significou, no entanto, que o governo nada tenha feito para tentar contornar a desconfiança de seus credores. Os institutos de política fiscal não são o centro dessa Dissertação, mas mencionar um deles, constante da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, mais conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal, ou LRF, é fundamental para que possamos fechar nossa reflexão sobre a conformação do tripé macroeconômico no segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso.

A LRF contribui para o tripé macroeconômico na medida em que seu art. 4º alterou a forma da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), encaminhada todo ano pela União na forma do art. 165 da Constituição Federal e votada pelo Congresso Nacional, exigindo que ela seja editada acompanhada de um Anexo de Metas Fiscais. Esse Anexo introduziu na administração pública, na forma do Art. 4, §1º, da LRF, um sistema de metas anuais, em valores correntes e constantes, relativas a receitas, despesas, resultados nominal e primário e montante da dívida pública elaboradas para o exercício fiscal a que se referirem e para os dois seguintes.

O art. 4º, § 2º, da LRF dispõe sobre o conteúdo do Anexo. SILVEIRA (2015) assim resume seus termos:

“O Anexo de Metas Fiscais, em cumprimento ao §2º do art. 4º, é composto por oito demonstrativos, a saber: i) metas anuais; ii) avaliação do cumprimento das metas fiscais do exercício anterior; iii) metas fiscais atuais comparadas com as metas fiscais dos três exercícios anteriores; iv) evolução do patrimônio líquido; v) origem e aplicação dos recursos obtidos com a alienação de ativos; vi) avaliação da situação financeira e atuarial do Regime Próprio de Previdência Social; vii) estimativa e compensação da renúncia de receita; viii) margem de expansão das despesas obrigatórias de caráter continuado” (p. 154).

Além disso, o art. 4º, § 4º, exige que a União, ao encaminhar a LDO apresente, em anexo específico, os objetivos das políticas monetária, creditícia e cambial, bem como os parâmetros e as projeções para seus principais agregados e variáveis, e ainda as metas de inflação, para o exercício subsequente, enquadrando ainda mais as políticas monetária e cambial.

É justamente essa meta fiscal anual que compõe o último pé do tripé. Essa meta é elaborada visando a produção de um certo superávit fiscal primário, consistente na diferença positiva entre o que o Estado brasileiro arrecadou e aquilo que gastou antes de efetuar o pagamento dos juros de sua dívida. A mensagem que esse instrumento visa passar aos investidores é clara: o governo brasileiro está empenhado em dar segurança ao seu investimento a ponto de deixar de aplicar em outras áreas recursos que arrecadou.

Evidentemente, o fato dos investidores agruparem os países devedores foi algo que modulou os efeitos das reformas conduzidas internamente para dar segurança aos credores. Entretanto, as consequências jurídicas desse tipo de reforma certamente impõem limites que constroem a ação dos gestores públicos nos anos subsequentes e contribuem para que persista o sentido de liberalização das finanças e da contenção da atividade econômica desenvolvida pelo Estado e do próprio serviço público.

Em 2002, já em abril se esboçava uma nova crise cambial, com fuga de capitais e grande desvalorização do Real. O aumento da relação dívida/PIB, o vencimento de grandes parcelas da dívida e a possível vitória eleitoral da oposição abriram espaço para a especulação contra o Real. Essa situação fez com que o Governo recorresse novamente ao FMI em junho. Diante disso, a taxa de juros voltou a subir em setembro e, juntamente com a superação da meta de superávit primário, impactou negativamente o crescimento da atividade econômica no ano.

Ao final do governo Cardoso estava assim montado o “tripé” macroeconômico que regia as políticas monetária cambial e fiscal no Brasil. Foi com essa estrutura normativa e institucional, com todas as suas particularidades, assentada no regime cambial de câmbio flutuante; no regime monetário de metas e inflação; e nas metas de superávit, que, em grande medida, o país seguiu até a crise de 2008.

CAPÍTULO IV - Questões normativas e procedimentais

5. Reações dos países centrais à crise de 2008 e reflexos na periferia

Em 4 de janeiro de 2003, Robert Lucas Jr., ganhador do Prêmio de Ciências Econômicas em Memória de Alfred Nobel em 1995 e, à época, presidente da Associação Americana de Economia, proferiu, na reunião da associação que presidia, um discurso cuja abertura consistia no seguinte:

“A macroeconomia nasceu como um campo próprio na década de 1940, como parte da resposta intelectual à Grande Depressão. O termo então se referia ao corpo de conhecimento e expertise que esperávamos que evitaria a recorrência daquele desastre econômico. Minha tese nesta palestra é que a macroeconomia, nesse sentido original, foi bem-sucedida: seu problema central de prevenção da depressão foi resolvido, para todos os efeitos práticos, e de fato foi resolvido por muitas décadas” (LUCAS, 2003, p.1).

O otimismo de LUCAS acabou se mostrando intempestivo. Poucos anos após esse discurso, a economia mundial se veria às voltas com sua maior crise desde a Grande Depressão.

Em 5 de novembro de 2008, quando a crise já ocupava as agendas de políticos do mundo todo, a Rainha Elizabeth II visitou a renomada *London School of Economics* para inaugurar um novo prédio da instituição, mas não se furtou a perguntar o porquê de ninguém ter notado a aproximação da crise²⁰. A resposta, atravessada, veio mais de oito meses depois, na forma de uma missiva assinada por alguns professores da escola, mencionando que fatores como “negação psicológica”, “pensamento positivo aliado à arrogância” e a ação de “magos financeiros” teriam levado à uma crise cujo momento, extensão e gravidade não puderam ser previstas²¹.

Ainda, em 2 de novembro de 2011, mostrando como esses questionamentos se estenderam no tempo após a crise, um grupo de estudantes abandonou a aula do Professor Gregory Mankiw, na Universidade de Harvard. Os alunos escreveram uma carta aberta sobre essa manifestação, afirmando que o curso apresentava “uma perspectiva fortemente

²⁰ A história descrita pela imprensa encontra-se disponível em < <https://www.telegraph.co.uk/news/uknews/theroyalfamily/3386353/The-Queen-asks-why-no-one-saw-the-credit-crunch-coming.html> >. Acesso em 31 de maio de 2019.

²¹ A história descrita pela imprensa encontra-se disponível em < <https://www.telegraph.co.uk/news/uknews/theroyalfamily/5912697/Queen-told-how-economists-missed-financial-crisis.html> >. Acesso em 31 de maio de 2019.

distorcida” da economia e que, considerando que os alunos da escola costumam ocupar altos cargos em instituições financeiras e governos, “suas ações seriam suscetíveis de prejudicar o sistema financeiro global” e os cinco anos anteriores teriam sido prova disso.²²

Por fim, cabe ainda mencionar a reação por parte do economista Paul Romer, que em uma palestra no início de 2016 deu uma forma científica a esses descontentamentos com os rumos da macroeconomia. ROMER (2016) procura chamar a atenção para o fato dele considerar que a macroeconomia, movida a modelos matemáticos complexos e auto-orientados que partem de “suposições de identificação implausíveis para chegar a conclusões desconcertantes” (p. 1), estaria se afastando da ciência. Dois anos após a publicação desse discurso, o próprio Romer também se tornaria, por outros trabalhos, ganhador do Prêmio de Ciências Econômicas em Memória de Alfred Nobel.

Esses episódios prosaicos servem para demonstrar que havia, no início do século, uma expectativa generalizada na estabilidade perene da economia global. A Grande Recessão inaugurou um processo amplo de revisão das teses estabelecidas na ortodoxia da ciência e da gestão econômicas e esse processo tem grande relevância para nosso objeto de estudo.

Segundo CANUTO & CAVALLARI (2013), a regra, nos anos que precederam a Grande Recessão, tanto para economias avançadas quanto para emergentes, vinha sendo a adoção de uma combinação de regimes monetários de metas de inflação e regimes cambiais de câmbio flutuante. Os autores afirmam que “até o início da crise financeira global, houve convergência no pensamento em direção a um conjunto de arranjos para regimes monetários e cambiais” (p. 119). Esse tipo de abordagem das políticas monetária e cambial gozava de certa confiança dos formuladores de política pública, que visavam a estabilidade macroeconômica.

Nesse arranjo, cabia à política monetária lidar apenas com a inflação, e a forma correta de se fazer isso seria manejando as taxas de juros básicas para coordenar as expectativas em relação à inflação dentro de determinado prazo, enquanto que a política cambial suavizaria as flutuações no balanço de pagamentos. A atuação das autoridades

²² Disponível em < <http://harvardpolitics.com/harvard/an-open-letter-to-greg-mankiw/> >. Acesso em 31 de maio de 2019.

monetárias no que concerne aos agentes privados, por sua vez, deveria limitar-se a medidas microprudenciais de caráter regulatório²³.

Nesse modelo, a supervisão do sistema financeiro se daria de maneira focada na situação particular de cada instituição financeira e as medidas de intervenção no domínio econômico seriam episódicas e individualizadas, voltadas, no máximo, ao condicionamento, e supervisão da atividade econômica privada²⁴. O sentido principal da regulação microeconômica seria impedir que as instituições financeiras assumissem riscos excessivos (CANUTO & CAVALLARI, 2013, p. 119). Essa era a base da ortodoxia das políticas monetária e cambial antes da Grande Recessão.

Esses consensos foram abalados pelos efeitos avassaladores e perturbadores que a crise financeira desencadeada entre 2007 e 2008 produziu na economia mundial. Atualmente reconhece-se que a manutenção da estabilidade macroeconômica demanda que haja um controle melhor do risco do setor financeiro. Nesse sentido, MATTLI & WOODS (2009, p. ix) mencionam que “em termos gerais, dois fatores relacionados explicam o último fiasco financeiro global: uma regulamentação inadequada que gerou um descompasso entre recompensa privada e risco público; e falha dos reguladores em cumprir suas funções de supervisão”. A fim de mitigar o risco de que ocorra outra crise global, um modelo diverso de supervisão, calcada em medidas de caráter macroprudencial, tem ocupado mais espaço nas discussões de acadêmicos e agentes públicos.

Nesta seção trataremos de como a Grande Recessão levou ao abandono da antiga ortodoxia no centro do capitalismo e abordaremos também as condições que abriram espaço para a maior utilização de medidas macroprudencias e de gestão de fluxos de capital pelos países da periferia, especialmente aqueles considerados emergentes na América Latina. Sem negar o pressuposto de que é o centro que formula e subordina a periferia, abordaremos a política monetária expansionista que a gestão Obama implantou nos EUA e as políticas

²³ MOREIRA (1997, p. 35) desenvolve três conceitos de regulação: “(a) em sentido amplo, é toda forma de intervenção do Estado na economia, independentemente dos seus instrumentos e fins; (b) num sentido menos abrangente, é a intervenção estadual na economia por outras formas que não a participação directa na atividade econômica, equivalendo portanto ao condicionamento, coordenação e disciplina da atividade econômica privada; (c) num sentido restrito, é somente o condicionamento normativo da atividade econômica privada (por via de lei ou outro instrumento normativo)”. Da forma como foi empregado, o termo regulação aqui se refere ao segundo conceito.

²⁴ Esse modelo de supervisão do sistema financeiro corresponde ao que BERCOVICI & MASSONETTO (2009, pp. 137-138) chamam de “novo direito público da economia”, em voga no Brasil a partir da década de 1990, quando o país buscava se tornar uma plataforma segura à circulação do capital financeiro internacional após a estabilização da moeda.

análogas adotadas no centro, bem como a crise bancária na Zona do Euro, na medida em que entendemos que esses são fatores que afetaram a dinâmica do mercado financeiro dos países emergentes latino-americanos. Em seguida, apresentaremos alguns dados de países da América Latina, para entender as tendências dos indicadores da região e como elas criaram um ambiente propício a mudanças em políticas. Por fim, tendo por base um estudo de ZAHLER (2011) desenvolvido no âmbito da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL), da Organização das Nações Unidas (ONU), listaremos medidas que eram percebidas como recomendáveis aos países latino-americanos para mitigar eventuais efeitos negativos dessa dinâmica financeira posterior à crise.

As raízes da Grande Recessão estão no processo de desregulamentação financeira que tem sido a regra no centro e na periferia do capitalismo desde a década de 1970. Esse processo incluiu a liberalização dos fluxos de capital e a intensificação do uso e criação de novos produtos financeiros na forma de títulos e contratos, dentre os quais podemos mencionar muitos dos *derivativos* comuns no mercado financeiro.

Os derivativos são contratos futuros cujo valor líquido da obrigação está vinculado ao valor de outro ativo ou índice que não é objeto do contrato. Pode-se associar o valor líquido da execução de uma obrigação à flutuação da taxa de câmbio de uma moeda, por exemplo. Os derivativos são negociados em mercados organizados, com o fim de proporcionar, aos agentes econômicos, oportunidades para a realização de operações que viabilizem a transferência de risco das flutuações de preços de ativos e de variáveis macroeconômicas (CVM, 2014, p. 308). A falta de regulação e cobertura dos *Credit Default Swaps* (CDS) e de cobertura dos *Collateralized Debt Obligations* (CDO) relacionados a hipotecas, tipos comuns de derivativo nos EUA, levou ao colapso dos mercados financeiros daquele país.

Um dos fatos mais marcantes na escalada de eventos que conduziu à piora da situação da economia americana foi justamente o pedido de proteção sob o Capítulo 11 da Lei de Falências apresentado pela Lehman Brothers Holdings Inc. que mencionamos no capítulo introdutório deste trabalho. Como no mercado financeiro o crédito fornecido por uma instituição se torna depósito em outra instituição, todo o setor é fortemente integrado e, assim sendo, qualquer majoração de risco que uma instituição financeira toma em sua atividade individual acaba contribuindo também para aumentar o risco sistêmico de todo o setor e sobre toda a atividade econômica que depende do crédito e do financiamento obtido junto às

instituições financeiras. O Relatório sobre Consolidação Financeira elaborado pelo G10²⁵ em 2001, assim definiu o risco sistêmico:

“Risco financeiro sistêmico é o risco de que um evento desencadeie uma perda de valor econômico ou de confiança em, e aumente a incerteza sobre, uma parcela substancial do sistema financeiro que seja relevante o suficiente para provavelmente causar efeitos adversos significativos sobre a economia real”²⁶.

Dessa forma, se uma instituição financeira de peso deixa de operar devidamente, a propagação da crise dessa instituição para todo o sistema financeiro do qual ela é parte é consequência bastante provável, comprometendo a oferta de crédito e toda a atividade financeira dela dependente. O problema é amplificado se essa instituição financeira em dificuldade for parte relevante do centro global de um sistema financeiro notadamente integrado, porque, assim sendo, a propagação das restrições de crédito pode se tornar planetária.

A reação dos países centrais em face dos efeitos da crise variou em escala, mas seguiu uma certa tendência. Nesse contexto, soluções de política econômica que extrapolavam a ortodoxia construída em relação à dinâmica global das políticas monetária e cambial passaram a ganhar espaço.

Nos EUA, Barack Obama foi eleito nas eleições de 2008 com um discurso voltado ao enfrentamento dos efeitos da crise sobre a economia americana. A gestão Obama lançou mão de uma política monetária expansionista. Nesse sentido, houve a tentativa de estimular a economia via emissão, pelo Tesouro dos EUA, de títulos públicos que seriam comprados pelo Federal Reserve (FED), o Banco Central dos EUA, a partir de emissões de moeda na economia americana. O FED aumentava seu ativo contábil com a aquisição de títulos públicos e igualava seu passivo contábil ao ativo via emissão de Dólares. Essa moeda emitida iria para o caixa dos bancos, que, com ela, poderiam cumprir com suas obrigações e voltar a oferecer crédito.

Paralelamente, para que a economia real também não tivesse maiores dificuldade em suas operações, a o FED e o Tesouro nacional americano também passaram a adquirir os títulos sem lastro de grandes grupos econômicos como a seguradora AIG, a General Motors,

²⁵ G10: Alemanha, Bélgica, Canadá, EUA, França, Itália, Japão, Países Baixos, Reino Unido, Suécia e Suíça.

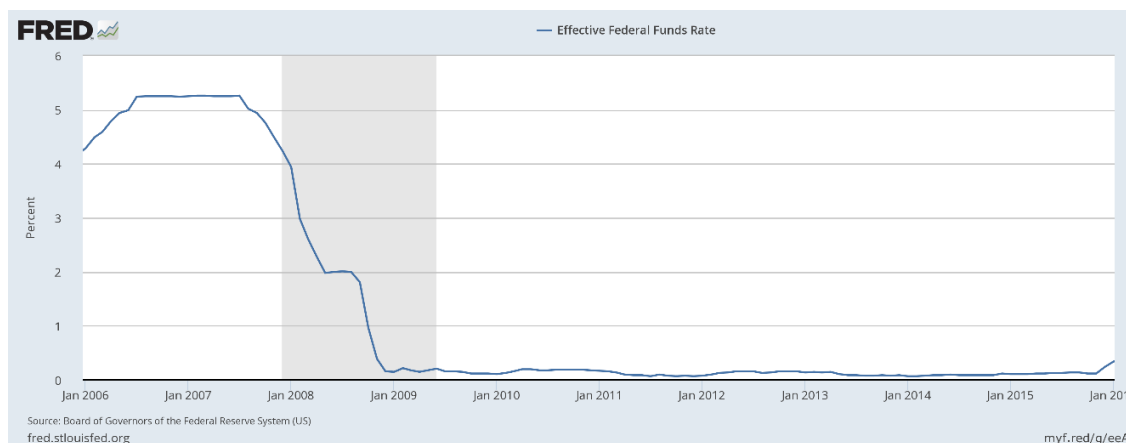
²⁶ Extraído da página 126 do Relatório. Disponível em <<https://www.imf.org/external/np/g10/2001/01/Eng/index.htm>>. Acesso em 31 de maio de 2019.

a Ford, e a Chrysler, bem como da *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae) e da *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (Freddie Mac), empresas líderes no financiamento imobiliário no país, oferecendo Dólares em troca.

Esse conjunto de medidas envolvendo emissão de moeda e monetização dos títulos anteriormente em posse de agentes privados passou a ser chamado de *quantitative easing* (QE), usualmente traduzido como *afrouxamento quantitativo*. Esperava-se que com mais moeda circulando, o crédito e financiamento se tornassem mais acessíveis, precipitando a saída da crise. A magnitude dessa medida pode ser vista nos dados da dívida pública americana em relação ao PIB dos EUA: entre 2003 e 2007, a dívida ficava em torno de 63% do PIB; em 2010, esse índice havia saltado para 93%²⁷.

Além disso, durante um longo período, a taxa de juros básica da economia americana (*fed funds rate*) foi mantida muito próxima de zero, conforme demonstra o gráfico 1 abaixo.

Gráfico 1



Fed funds rate (janeiro/2006 – janeiro/2016) - Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis

Além de afetar diretamente o mercado dos EUA, a eclosão da crise financeira fez com que precipitasse uma crise bancária na Zona do Euro. A redução de liquidez nos mercados em que circula o Euro aliada a peculiaridades regulatórias advindas do uso de uma moeda única, levaram os países mais deficitários da zona monetária a uma situação de quase insolvência e de extrema fragilidade institucional.

Presos em uma situação de crise e sofrendo pressão do mercado financeiro internacional, os países endividados da Zona do Euro, como Portugal, Irlanda, Itália, Grécia

²⁷ Conforme dados do *US Office of Management and Budget*, disponíveis em < <https://www.whitehouse.gov/omb/historical-tables/> >. Acesso em 31 de maio de 2019.

e Espanha – pejorativamente identificados com a sigla PIIGS –, tiveram que se submeter a uma agenda de compromissos de austeridade para obter liquidez do BCE. Essa agenda, semelhante em vários aspectos com a que havia sido imposta na América Latina entre as décadas de 1980 e 1990, foi conduzida por uma entidade conhecida como *troika* composta pelo BCE, a Comissão Europeia e o FMI.

Dessa forma, várias regiões da Europa tiveram que conviver, a partir de 2008, com cortes de despesa fiscal exatamente no momento em que aumentava o desemprego pela falta de crédito e liquidez (SAYAD, 2015, p. 290). Uma abordagem essencialmente diferente daquela aplicada nos EUA.

A agenda imposta ia no sentido do desmonte do Estado de bem-estar social nos países a ela submetidos, mesmo que essas medidas contradissem programas políticos democraticamente eleitos. Essas medidas eram aplicadas sob o pretexto de reduzir a dívida pública desses países até níveis em que o mercado pudesse confiar em sua estabilização. Dada a demora para apresentação de resultados concretos, a eficiência desse tipo de política passou a ser objeto de questionamentos cada vez mais intensos, inclusive no âmbito do próprio FMI²⁸.

Apesar de ter mantido essa abordagem de contenção em relação à política fiscal de seus países membros, a postura do BCE no campo da política monetária, foi bastante semelhante, ainda que menos intensa, à abordagem do FED. A partir do final de 2008, o BCE passou a baixar sistematicamente a taxa de juros básica da Zona do Euro e optou “por monetizar uma parcela da dívida mobiliária” (CARVALHO, 2017, p. 508), em procedimento semelhante à assunção das dívidas de empresas por parte do FED em troca de moeda, efetivando também um QE próprio envolvendo o Euro. Em 2009, o Banco da Inglaterra, passou a adotar procedimento análogo em relação à Libra Esterlina (JOYCE et al., 2011).

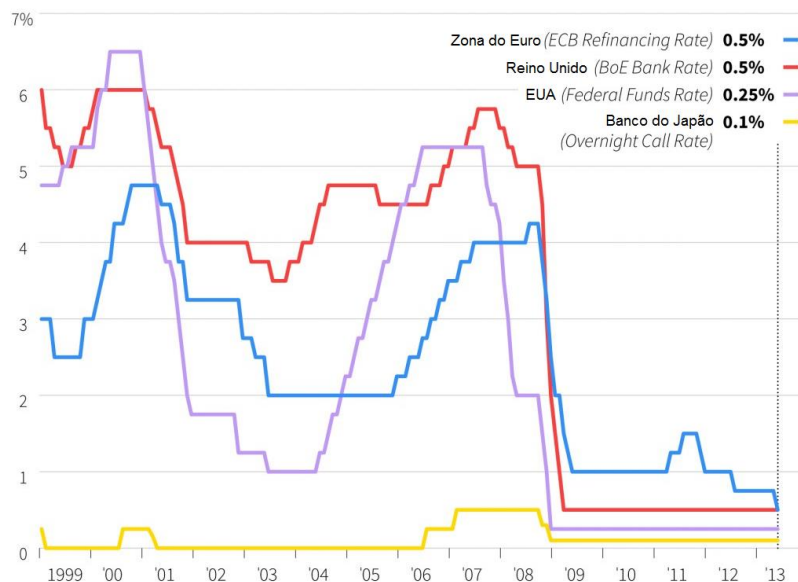
Até esse momento, a política monetária nunca havia sido utilizada de maneira tão intensa nos países ocidentais, dado que, desde a década de 1980, vinha prevalecendo na teoria e na gestão econômicas ortodoxas o paradigma clássico da Teoria Quantitativa da Moeda que FRIEDMAN (1956) havia restabelecido, vinculando qualquer aumento na base monetária corresponderia a um aumento equivalente na taxa de inflação. O Japão, no

²⁸ Ver OSTRY et al. (2016).

entanto, já vinha adotando uma política monetária bastante expansiva e juros notadamente baixos desde a década de 1990, mas havia no ocidente uma “forte convicção de que o Japão era um caso à parte” (CARVALHO, 2017, p. 510).

Diante desse quadro, o que se pode inferir é que ao longo de todo o período relevante para esta Dissertação, os países do centro do capitalismo praticaram uma política monetária caracterizada por sua frouxidão, seja em relação à emissão de moeda, seja em relação às taxas de juros básicas praticadas, conforme podemos ver no gráfico a seguir:

Gráfico 2



Taxas de juros básicas dos países centrais comparadas (Janeiro/1999 - Maio/2013)

Extraído de Christian Inton para Reuters em 2 de maio de 2013

Do ponto de vista dos demais países, essa política monetária expansionista do centro levou a uma queda da taxa de câmbio do Dólar, do Euro e da Libra Esterlina em relação a uma série de outras moedas, principalmente de países da periferia do sistema. Esse efeito sobre a taxa de câmbio foi particularmente relevante sobre os países emergentes da América Latina, como Brasil, Chile, Colômbia, Peru e México, cuja política de formação de preços no mercado de câmbio é mais livre (ZÄHLER, 2011, p.11). A dinâmica do mercado financeiro na América Latina já apresentava peculiaridades desde o início do Século XXI, em consequência da adoção de medidas neoliberais de desregulamentação institucional dos mercados impostas a partir do centro do sistema capitalista pelo FMI, como parte do processo do qual trataremos com mais detalhes nas seções 8 e 10.

Essa política rompia com a ortodoxia existente até então, mas passou a ser aceita, ao mesmo tempo em que abriu debate sobre o estado de toda a ortodoxia. A aceitação de medidas heterodoxas no pós crise fica clara, por exemplo, no texto de Olivier Blanchard, à época economista-chefe do FMI, publicado na forma de uma convocação à Conferência sobre Políticas Macroeconômicas e de Crescimento no Despertar da Crise, que ocorreu em Washington entre os dias 7 e 8 de março de 2011. Na ocasião, BLANCHARD (2011) declarou que a crise havia forçado a realização de um “reexame completo” dos princípios macroeconômicos²⁹.

Para além do QE, a necessidade de melhorar a forma de supervisão sobre o setor financeiro, evidenciada após a eclosão da crise, incentivou de forma definitiva o desenvolvimento e adoção de medidas chamadas macroprudenciais. DE BOLLE (2017) assim explica esse último fenômeno:

“Surgira um consenso de que falhas regulatórias, isto é, a falta de supervisão adequada para as operações de financiamento dos bancos, haviam tornado o sistema financeiro mundial vulnerável demais, levando à crise. Essa leitura dos fatos servia para enaltecer o papel das medidas macroprudenciais, como atestavam diversos relatórios de órgãos internacionais, entre eles o Banco de Compensações Internacionais (BIS, na sigla em inglês) e o Fundo Monetário Internacional (FMI)” (p. 34).

Quanto à definição do que seriam as “medidas macroprudenciais”, DE BOLLE (2017, p. 31) argumenta que “eram uma forma de tornar os Bancos Centrais mais atuantes e capazes de preservar a estabilidade financeira, impedindo que crises como a de 2008 voltassem a ocorrer”. No entanto, a autora afirma, na sequência, entender que não haveria ainda uma definição clara do que seria uma medida macroprudencial.

CLEMENT (2010, p. 65) oferece uma explicação mais precisa, buscando a origem do uso do termo “macroprudencial” no contexto internacional e no debate público. Tendo por base, principalmente o que foi produzido no âmbito do BIS (sigla em inglês para o Banco de Compensações Internacionais), o autor conclui que “desde suas origens no final dos anos 1970, o termo sempre denotou preocupações sobre a estabilidade do sistema financeiro e sua ligação com a macroeconomia”. Por fim, estabelece que “o termo refere-se ao uso de ferramentas prudenciais com o objetivo explícito de promover a estabilidade do sistema financeiro como um todo, não necessariamente das instituições individuais dentro dele”, ao

²⁹ Disponível em < <https://blogs.imf.org/2011/03/04/2662/> >. Acesso em 31 de maio de 2019.

contrário dos instrumentos regulatórios de caráter microprudencial, os quais focam as instituições financeiras individualmente.

Houve também participação das Organizações Intergovernamentais (OIGs) no fortalecimento da pauta da adoção da supervisão macroprudencial, tendo papel destacado o G20 financeiro, um grupo que reúne os dezenove países com as maiores economias do mundo³⁰, incluindo os BRICS³¹, e a União Europeia. GRAY (2011, p. 3) afirma que “as Declarações do G20 em Washington em novembro de 2008, em Londres em 2 de abril e em setembro de 2009 levaram a uma ação para promover a reforma da regulamentação financeira – incluindo o estabelecimento e capacitação formal do Conselho de Estabilidade Financeira [*Financial Stability Board*] como responsável pelo mapeamento e coordenação macroprudencial global”.

Foi justamente nesse contexto que, em 16 de dezembro de 2010, foram publicados os Acordos de Basileia III, desenvolvidos no âmbito do Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (BCBS, na sigla em inglês). Os Acordos atualizam o Acordo de Capital de Basileia II, de 2004, e compreendem um conjunto abrangente de medidas regulatórias que visam o aprimoramento da estrutura prudencial e a diminuição do risco sistêmico dos sistemas financeiros. As medidas acordadas foram no sentido de aperfeiçoar as exigências de capital, garantindo que o conjunto das instituições financeiras não dependesse do retorno de investimentos com risco considerável de inadimplência e tivessem caixa para seguir operando e permitindo saques.

Para a países da periferia, a crise teve dinâmicas e consequências um tanto diferentes daquelas que se abateram sobre os países centrais. Nosso foco será, na verdade, em um tipo específico de país periférico agrupados pelas Instituições Financeiras Internacionais (IFIs) como países emergentes³². Adotaremos esse procedimento porque o Brasil é usualmente classificado como país emergente e a análise focada nessa categoria revela nuances inexistentes nas análises sobre o conjunto das economias periféricas.

³⁰ África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, EUA, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia e Turquia.

³¹ BRICS: Grupo formado por Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul.

³² Até alguns anos atrás, era possível encontrar definições funcionais de países emergentes em documentos publicado pela *International Finance Corporation* (IFC), o braço do Banco Mundial encarregado de promover investimentos em nações em desenvolvimento, e do próprio Banco Mundial, como por exemplo no *Global Economic Prospects* do Banco Mundial em 1998. Entretanto, nos anos posteriores, essas definições funcionais desapareceram das publicações das IFIs, permanecendo atualmente apenas listas de países emergentes, como a que pode ser encontrada na edição de 2018 do *World Economic Outlook* do FMI.

Segundo MOSLEY (2003, pp. 34-40), os países emergentes estão sujeitos a um escrutínio sobre suas instituições e indicadores econômicos muito mais abrangente que os países denominados desenvolvidos. Ao avaliar o investimento em um país emergente, os investidores consideram muitas dimensões da política, incluindo risco de inflação, risco cambial, déficits e dívida, bem como regulação do mercado de trabalho, repartição das despesas públicas entre áreas da administração, estrutura dos sistemas fiscais e clima político; enquanto que para efetuar investimentos em países desenvolvidos, esses mesmos investidores só se informam sobre dados de macropolítica, inflação e risco de câmbio. Essa diferença de tratamento se dá unicamente porque os investidores consideram que há, por parte dos países emergentes, um risco de inadimplência, inexistente nos países desenvolvidos. Em países emergentes, mesmo déficits orçamentários pequenos e inflação baixa poderiam indicar baixo risco de inflação futura, mas seriam insuficientes para avaliar o risco futuro de inadimplência, na visão dos investidores.

PISTOR (2013), que considera os mercados financeiros um sistema complexo de compromissos contratuais interdependentes (p. 13), fornece uma pista sobre a razão para não haver uma expectativa de calote por parte dos países desenvolvidos apresentando o que ela chama de *elasticidade do Direito* nesses mercados:

“A elasticidade do direito pode ser definida como a probabilidade de que os compromissos legais *ex ante* sejam anulados ou suspensos no futuro; quanto maior essa probabilidade, mais elástico será o direito. Em geral, o direito tende a ser relativamente elástico no ápice do sistema, mas inelástico em sua periferia. Assim, é na periferia que é mais provável que a inadimplência resulte em saídas involuntárias. Ao contrário, no ápice em que a própria sobrevivência do sistema está em jogo, o direito tende a ser mais elástico por conta da forma como é concebido e/ou porque a base sobre a qual o sistema está assentado pode anular o poder discricionário dos envolvidos no negócio jurídico para fazer o que for necessário para resgatar o sistema” (PISTOR, 2013, pp. 16-17).

A teoria de PISTOR é condizente com o que o QE representou nos EUA. Mesmo a possibilidade de *moral hazard*³³ envolvida na assunção, por parte do governo, dos títulos podres das instituições financeiras não impediu que houvesse um resgate dessas instituições para que não houvesse calote. POSNER (2018) inclusive entende que a ação do FED teria sido ilegal, ainda que justificável, uma vez que garantiu a continuidade do sistema em uma

³³ Situação em que um agente assume uma quantidade de risco acima do tolerável por saber que, na ocorrência desse risco se converter em algum dano efetivo, um terceiro assumirá a responsabilidade pelo dano.

situação de emergência³⁴. O Direito mostrou-se elástico, nesse caso, não pela forma original dos contratos, mas pela ação da autoridade com mandato para supervisionar o sistema.

Não obstante tudo isso, MOSLEY (2003) aponta que em duas situações específicas, a abordagem dos investidores em relação aos países emergentes muda. Essas são as situações de pânico – quando ocorre a chamada fuga para a qualidade (*flight to quality*) – e mania. A autora assim explica no que consiste uma situação de pânico:

“Em situações de pânico, os investidores avessos ao risco, em busca de segurança e não de altos retornos, aumentam drasticamente os prêmios de risco cobrados, ou evitam totalmente, os mercados emergentes. Eles realocam suas participações em investimentos seguros, como os Títulos do Tesouro dos EUA. Fundamentos econômicos sólidos não garantem acesso ao mercado de capitais; todas as economias de mercado emergentes tendem a ser tratadas de forma semelhante. Elas podem enfrentar o racionamento de crédito. (...) Em uma situação de pânico, os governos das economias de mercado emergentes não podem fazer nada certo: mesmo que busquem macropolíticas e micropolíticas adequadas, talvez não consigam acessar os mercados de capitais. (MOSLEY, 2003, pp. 152-153 e 156).

A mania, por sua vez, é assim explicada:

Em um ambiente de mania, os participantes do mercado são altamente receptivos ao risco. Impulsionados por suas preferências por altos retornos e / ou pela manutenção da participação de mercado, eles estão dispostos a emprestar a muitos tomadores de empréstimos. Os governos dos mercados emergentes podem tomar empréstimos a taxas baixas em relação aos seus fundamentos econômicos. Durante esses períodos, o ‘idiota marginal [*marginal moron*], a pessoa que nunca seria financiada em um período mais cauteloso ou recessivo’, é capaz de atrair capital, e a corrida dos investidores aos mercados emergentes pode ser descrita como um comportamento racional de rebanho. As nações com melhores fundamentos deveriam ser capazes de atrair investimentos com mais facilidade, mas, em geral, os governos podem tomar empréstimos em mercados de capitais internacionais, desde que paguem um prêmio relativamente pequeno. (...) Em uma situação de mania, no entanto, os governos dos mercados emergentes são menos limitados. Eles são capazes de acessar os mercados de capitais internacionais e fazê-lo de forma relativamente barata, apesar das deficiências em seus fundamentos econômicos e políticos. (MOSLEY, 2003, pp. 152 e 156).

³⁴ Segundo o autor “O governo procurou usar medidas agressivas para descongelar os mercados de crédito, mas se viu repetidamente bloqueado pela lei. As autoridades reagiram aos seus problemas legais de diferentes maneiras. Após o colapso do Lehman, os funcionários do Fed alegaram que não poderiam ter feito um empréstimo de emergência por causa de impedimentos legais. No entanto, nos casos do Bear [Stearns] e da AIG, o Fed violou a lei ou a interpretou de forma extremamente restrita, em vez de se abster das ações de emergência que os eventos exigiram. O Fed e o Tesouro contaram com interpretações legais duvidosas adicionais para as numerosas linhas de crédito que eles estabeleceram, e nos resgates da Fannie Mae, e Freddie Mac, da General Motors e da Chrysler. Em muitos casos, as agências escaparam da lei ao se envolverem em complexas manobras legais que obscureciam suas ações” (POSNER, 2018, p. 35).

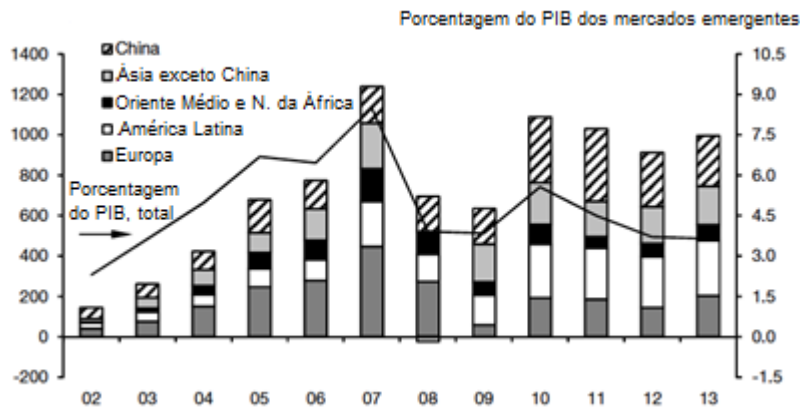
A Grande Recessão foi um momento econômico bastante único para as principais economias latino americanas, porque, ao longo de sua duração, foi possível observar tanto o comportamento de pânico, quanto o de mania em relação a esses mercados. As questões com que esses países se depararam durante a crise, portanto, tiveram caráter divergente e exigiram criatividade política. Veremos a seguir alguns dados que ajudam a entender o comportamento dos formuladores de política monetária e cambial no Brasil no período relevante deste trabalho.

Os dados, em geral, demonstram que, em um primeiro momento, os países emergentes latino-americanos se depararam com uma situação de pânico e fechamento dos canais de liquidez e de crédito de que dispunham. Em seguida, uma vez que os mercados dos países centrais não davam claros sinais de recuperação de seu potencial de valorização do capital, o sistema bancário das economias latino-americanas mais integradas ao sistema financeiro internacional se mostrava relativamente sólido. Nesse sentido, o efeito da crise para as economias emergentes da América Latina passou a ser o incremento do fluxo de capital estrangeiro para a região buscando realizar valor (ZAhLER, 2011, p.15), na forma de mania. Nesse sentido, o desenho dos gráficos contendo esses dados segue uma tendência de haver trajetórias divergentes entre os biênios de 2008 e 2009, momento do pânico, e 2010 e 2011, momento da mania.

Identificaremos as tendências dos fluxos de capital, taxa de câmbio, termos de troca e reservas internacionais nos países emergentes da América Latina. Cabe mencionar que as principais economias latino-americanas haviam terminado nas décadas anteriores seu processo de abertura e tinham suas instituições desenhadas segundo a agenda liberalizante do FMI, contando com taxas de juros altos, ausência de controles de capital e câmbio flutuante.

No que diz respeito aos fluxos de capital para as economias emergentes, especialmente da América Latina, há de fato uma queda no biênio 2008 e 2009, seguida do retorno dos fluxos nos anos subsequentes:

Gráfico 3

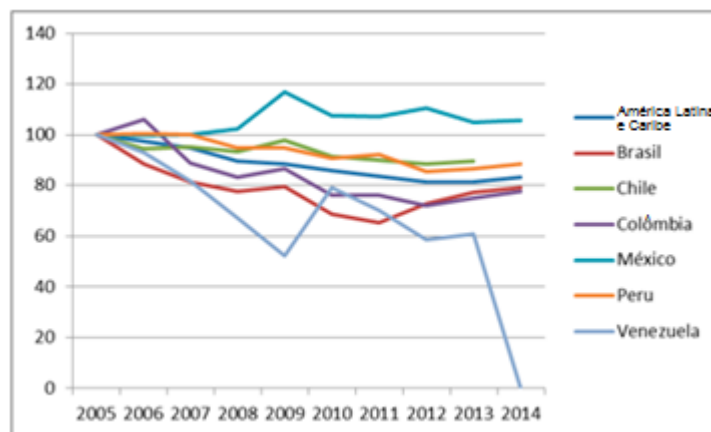


Fluxo líquido de capital dirigido aos mercados emergentes (bilhões de Dólares)

Fonte: Institute of International Finance, Inc.

Os efeitos desses fluxos de liquidez ficam bem evidentes quando olhamos os gráficos relacionado à taxa de câmbio dos países emergentes da América Latina entre os anos de 2008 e 2011. Há um repique de valorização do Dólar nos anos mais agudos da crise seguida de uma tendência estável de valorização relativa das moedas desses países no período, com especial destaque da moeda brasileira, que só volta a desvalorizar em relação ao Dólar depois do início da Nova Matriz Econômica no final de 2011:

Gráfico 4

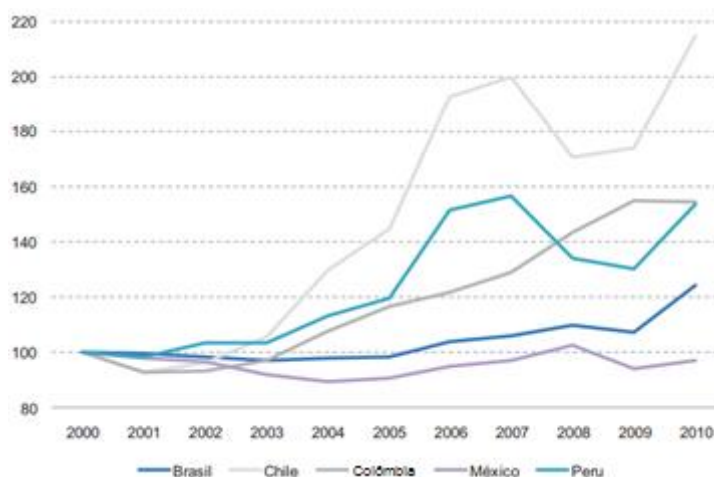


Taxa de câmbio real de moedas da América Latina em relação ao Dólar (USD/x)

(indexado 2005 = 100) - Fonte: CEPAL

Por sua vez, os termos de troca das economias emergentes latino americanas seguiram tendência semelhante entre si. Mesmo após 2009, apesar da valorização das moedas desses países, seus termos de troca se mantiveram positivos ainda por um período considerável, apresentado tendência crescente na região até 2010.

Gráfico 5



Termos de troca de países latino-americanos (2000 = 100)

Fonte: The institute of international finance. Apud ZAHLER (2011, p.17)

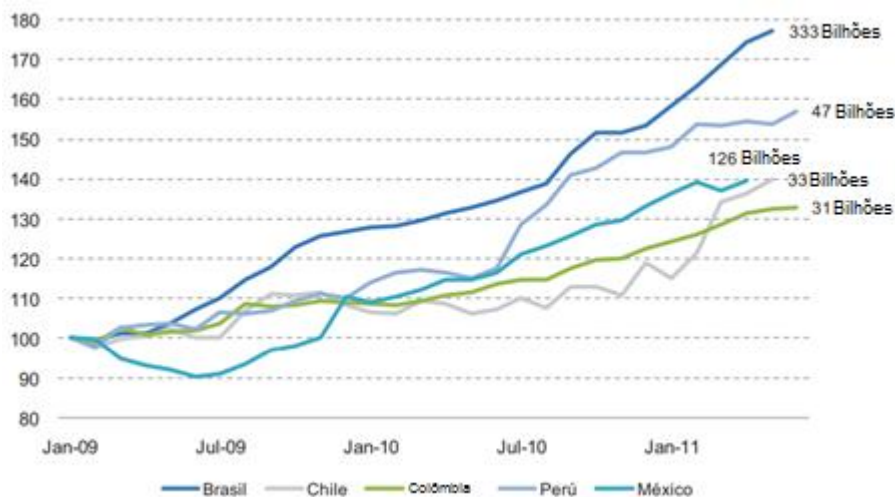
Os termos de troca expressam a relação entre o valor das exportações e o valor das importações realizadas por determinado país e, neste caso, mostram que América Latina manteve suas exportações apesar do câmbio desfavorável à atividade exportadora no período. Cumpre lembrar que, como já exposto em seção anterior, o câmbio sobrevalorizado tende a fazer com que os produtos e serviços do país percam competitividade externa. Claro que também o influxo de capital obtido com as exportações exerceu influência sobre o balanço de pagamentos e as taxas de câmbio, reforçando as pressões altistas sobre o câmbio nos anos que se seguiram à crise, amplificando as consequências da política monetária expansionista dos países centrais.

Além desse efeito da potencial perda de competitividade externa, esses influxos de capital tendem, internamente, a gerar inflação. Esse capital internacional é, em grande medida, convertido em moeda doméstica e passa a integrar as economias na forma de investimento produtivo ou financeiro. Em todo caso, a oferta de moeda doméstica tende a aumentar, dinamizando a economia com maior disponibilidade de crédito a juros mais baratos, mas, ao mesmo tempo, na medida em que o incremento do crédito é maior que o incremento ao produto, esse capital gera pressão inflacionária.

Nesse sentido, a fim de evitar perda de competitividade externa e inflação doméstica, uma estratégia utilizada pelos países que são objeto de fluxos excessivos maiores do que sua estrutura consegue absorver na forma de incremento ao produto é o recurso à formação de reservas. Na América Latina, provando essa afirmação, o que se viu nos anos da Grande

Recessão foi uma trajetória mais perene e intensa da formação dessas reservas, com o Brasil ocupando posição de destaque nesse quesito:

Gráfico 6



Reservas internacionais de países latino-americanos (janeiro/2009 = 100)

Fonte: Bloomberg. Apud ZAHLER (2011, p.13)

Essa era, enfim, a conjuntura macroeconômica da América Latina naquilo que diz respeito à moeda e ao câmbio até 2011. Notando as pressões altistas sobre câmbio e suas potenciais repercussões negativas sobre a competitividade e a inflação, ZAHLER (2011, p. 30) lista medidas que poderiam ser utilizadas no sentido da contenção de tais pressões. Além da formação de reservas, essa lista incluía: adoção de políticas fiscal e monetárias contracionistas; incentivo à saída de capitais; desestímulo à entrada de capitais; e adoção de certas políticas macroprudenciais, que, diante dessa situação descrita, passaram a ocupar também a pauta da política monetária e cambial do Brasil e dos demais países da América Latina.

Apesar de gerar desequilíbrios, a situação de mania pela qual passou a economia brasileira após 2009 diminuiu a pressão exercida pelos investidores sobre a elaboração de normas e desenho de instituições relacionadas às políticas monetária e cambial. Nesse sentido, a capacidade do “negociador-chefe” do outro lado da mesa impor suas condições diminuiu consideravelmente, dando, na lógica do jogo de dois níveis, condições a um certo experimentalismo na formulação política por parte das autoridades brasileiras e mesmo a um exercício de defesa da heterodoxia econômica nos fóruns internacionais dos quais o Brasil participava, desenvolvendo uma agenda geopolítica mais autônoma e buscando influenciar as decisões multilaterais de maneira mais assertiva.

Cumpra aqui mencionar o papel do Brasil no G20 financeiro. Desde 2008, o G20 realiza reuniões anuais de cúpula entre os chefes de governo dos seus membros e tornou-se o principal fórum de discussões sobre o futuro do sistema financeiro internacional depois da crise ter acertado em cheio as economias dos países do G8, grupo que reúne o grupo das sete maiores economias avançadas do mundo³⁵ e a Rússia³⁶.

O Brasil utilizou o espaço do G20 para defender algumas ideias originais e pautas antigas, como a defesa de uma revisão dos estatutos do FMI e do Banco Mundial (BIRD) e a vocalização do problema da *guerra cambial*, que ajudou a fundamentar algumas medidas macroprudenciais e de gestão de fluxos de capital adotadas no Brasil.

³⁵ G7: Alemanha, Canadá, EUA, França, Itália, Japão e Reino Unido.

³⁶ Por conta da reconhecida importância geopolítica de seu poder militar.

6. A reação fragmentada das instituições brasileiras

Na noite de 22 de dezembro de 2008, o Presidente Luiz Inácio Lula da Silva fez o tradicional pronunciamento de natal no rádio e na televisão. Como sói, o Presidente utilizou o espaço para fazer um balanço de governo, a fim de apresentar sua versão dos fatos e tentar convencer o conjunto da população que a administração vinha tomou decisões acertadas ao longo daquele ano.

Apesar de ser parte de um protocolo, esse pronunciamento do Presidente Lula é especialmente relevante por seu contexto, afinal 2008 tornara-se um ano diretamente associado à crise financeira por conta do pedido de proteção sob o Capítulo 11 da Lei de Falências americana pela Lehman Brothers Holdings Inc. e dos eventos sucederam o referido pedido. Justamente por isso, a crise foi o tema com o qual o Presidente resolveu iniciar sua fala e esteve presente ao longo de todos os oito minutos de duração que ela teve.

O pronunciamento iniciou com o Presidente imputando as causas da crise à falta de controle do sistema financeiro nos países mais ricos e ressaltando que o Brasil, em oposição ao que havia ocorrido em outras crises no passado, nas quais o País era obrigado a recorrer ao FMI, não iria quebrar, porque dispunha de grandes reservas em moeda internacional, que somariam 207 bilhões de Dólares, e tinha ainda quitado suas dívidas junto ao FMI e ao Clube de Paris³⁷, bem como contava com a força do seu mercado interno.

O discurso seguiu sempre o sentido de destacar que o governo estava atuando ativamente contra a crise. Dado o caráter de um pronunciamento que é feito para o conjunto da nação, as ações não foram taxativamente listadas, mas, no trecho mais consistente nesse propósito, o Presidente afirmou o seguinte:

“E estamos agindo em todas as frentes desde que a crise começou. Já adotamos medidas para normalizar o crédito, para apoiar nossas empresas exportadoras e para manter a atividade nos setores que geram mais empregos, como as pequenas e médias empresas, a agricultura, a construção civil e a indústria automobilística. Reforçamos o poder de fogo dos bancos estatais e baixamos impostos para que as empresas e os consumidores pudessem ter um pouco mais de dinheiro em caixa e no bolso”.

³⁷ Grupo de países formado para fornecer crédito a países que detêm dívidas. Desde 2016, o Brasil integra o grupo, ao lado de Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Coreia do Sul, Dinamarca, Espanha, EUA, Finlândia, França, Irlanda, Israel, Itália, Japão, Noruega, Países Baixos, Reino Unido, Rússia, Suécia e Suíça.

Esse pronunciamento é um bom guia para que comecemos nosso esforço de apresentar as medidas de política monetária e de política cambial que foram adotadas no período relevante para esse trabalho. Em grande medida, ele sintetiza as ações que foram adotadas pelo governo contra os primeiros efeitos da Grande Recessão no Brasil, consistentes em “contração do crédito, queda do preço das commodities e, com a forte saída de capitais estrangeiros, desvalorização do real em relação ao dólar” (CARVALHO, 2018, p. 36), que marcaram os anos de 2008 e 2009. Nos anos posteriores, a Grande Recessão trouxe novos desafios que levaram à adoção de uma nova rodada de medidas, em outra direção, para lidar com a liquidez do mercado financeiro decorrente das medidas de QE adotadas pelos países do centro.

Apesar de ser do BACEN o mandato para execução de política monetária e cambial e do CMN o mandato para formulação dessas políticas, muitas outras instituições do Governo Federal atuaram no enfrentamento da crise, adotando ações ao longo de todo o período relevante para este trabalho. Levando isso em consideração, optamos por classificar as medidas em seis blocos, destacando sua natureza da forma que segue:

a. Manejo da Selic e depósitos compulsórios

Com a adoção do regime monetário de metas de inflação a partir de 1999, o manejo da Selic passou a ser as formas por excelência do exercício da política monetária. Notam-se movimentos relevantes relacionados a ela a partir de meados de setembro de 2008.

No que diz respeito à política monetária, a Selic teve um comportamento que em nada fugiu do esperado. A taxa definida pelo COPOM, que vinha experimentando seguidas altas desde a reunião de 16 de abril de 2008 foi estabilizada em 29 de outubro de 2008 na primeira reunião após a apresentação do pedido de proteção pela Lehman Brothers Holdings Inc. nos EUA.

Entre janeiro de 2009 e março de 2010, quando a preocupação das autoridades brasileiras era a dificuldade de acesso ao crédito por conta da reação de pânico do mercado internacional e da fuga para a qualidade, as decisões do COPOM foram todas no sentido de diminuição da taxa Selic ou manutenção dela naquilo que até então era o mínimo histórico desde a adoção do regime monetário de metas de inflação (8,75%). A partir daí, quando a liquidez internacional decorrente do QE nos países centrais começou a pressionar o Real, as

decisões passaram a ser no sentido de alta da Selic, em uma tendência que segue até o início da Nova Matriz Econômica no final de agosto de 2011.

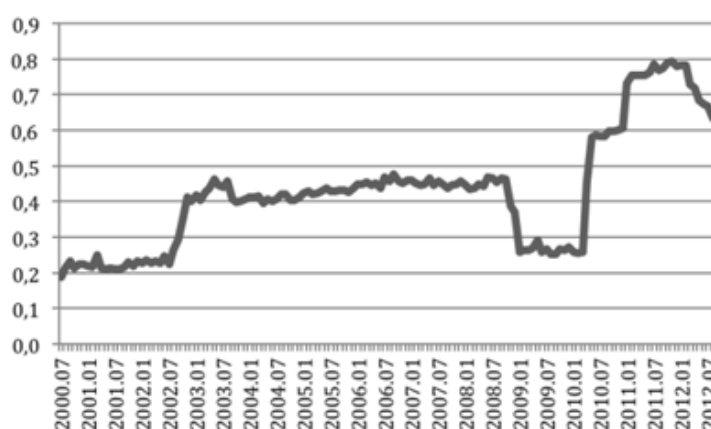
Gráfico 7



Selic nominal (%) – 05/12/2007 - 18/01/2012 – Fonte: Banco Central do Brasil

A racionalidade que regeu os demais instrumentos de política foi a mesma. Por exemplo, o BACEN procurou suavizar as exigências de depósito compulsório entre setembro de 2008 e o começo de 2010, de modo a preservar a liquidez do sistema bancário brasileiro e garantir sua estabilidade, e adotou orientação contrária no período posterior diante dos efeitos do QE. O gráfico a seguir expressa justamente isso:

Gráfico 8



Alíquota efetiva³⁸ de recolhimento compulsório do Brasil - Extraído de PORTUGUÊS (2013, p. 36).

As medidas de recolhimento compulsório, entretanto, não são tratadas com muito entusiasmo. O próprio BACEN no Relatório de Inflação de junho de 2011 declara que:

³⁸ Concebida pela razão entre o volume total de recolhimentos e a soma dos depósitos à vista, prazo e de poupança, dado que essas três contas representam a maior parte dos valores destinados ao recolhimento ou as demais não participaram significativamente na base de incidência no período analisado (PORTUGUÊS, 2013, p. 36).

“Apesar da atratividade que têm exercido junto aos formuladores de política, os recolhimentos compulsórios foram considerados, pela literatura, instrumentos pouco importantes de política monetária” (BACEN, 2011, p. 99).

b. Regulação cambial

Tendo sido adotado o regime cambial de câmbio flutuante, as possibilidades de ação autônoma da autoridade monetária em relação ao câmbio ficaram bastante limitadas. Da atuação do BACEN no período, destacam-se dois tipos de medidas: as de intervenção no mercado interbancário de câmbio e as medidas regulatórias.

As intervenções no mercado interbancário de câmbio são um procedimento discricionário do BACEN, aplicado sempre que a autoridade entende haver uma flutuação indesejada na taxa de câmbio. A competência da autarquia para esse tipo de ação decorre do art. 11, III, da Lei 4.595/1964. Conforme veremos na próxima seção, a taxa de câmbio tem influência direta sobre a taxa de inflação – traço que torna as políticas cambial e monetária interdependentes – e o mercado de câmbio interbancário é um espaço privilegiado da formação da taxa de câmbio no Brasil.

A Resolução do BACEN nº 1.690, de 18 de março de 1990, permite que a autarquia contrate operações de câmbio a taxas livremente pactuadas com as instituições financeiras autorizadas a operar câmbio no Brasil, sendo que a forma dessas operações está disposta na Circular nº 3.083, de 30 de janeiro de 2002. Com base nisso, o BACEN anuncia que realizará a compra ou venda de moeda estrangeira em um volume definido pela própria instituição. Por meio dessas operações, nas quais utiliza suas reservas de moeda estrangeira a autarquia busca alterar a relação de oferta e demanda de moeda estrangeira no mercado interbancário de câmbio, influenciando a formação da taxa de câmbio.

Além disso, o BACEN pode intervir no mercado através da realização de operações de *swap* cambial, nos termos da Resolução 2.939 e da Circular 3.099, ambas de 26 de março de 2002. “Nessas operações [de *swap* cambial], o Banco Central oferece ao mercado um contrato em que a autoridade monetária ganha a variação da Selic e o mercado afere o ganho decorrente da variação da taxa de câmbio. Assim o Banco Central pode ter lucro ou prejuízo” (SALTO et al., 2017, p. 472). O *swap* é uma espécie de contrato derivativo que encontra

guardada no art. 816 do Código Civil; na disciplina do Código Civil de 1916, contratos dessa natureza eram vedados por força do art. 1.479.

O objeto desses contratos é a variação cambial e eles podem ser utilizados também para dar proteção (*hedge*) contra risco cambial para exportadores. A utilização das operações com *swaps* oferece a vantagem de não comprometer as reservas como no caso das operações que envolvem diretamente a moeda estrangeira, mantendo o estoque de divisa (GALLO, 2017, p. 278).

As medidas de intervenção foram utilizadas em diversos momentos ao longo do período em que o Brasil esteve mais diretamente exposto aos efeitos da Grande Recessão. Seria ocioso listar todas as intervenções, mas cabe destacar que logo em 19 de setembro de 2008, quatro dias após o protocolo do pedido pelo Lehman Brothers portanto, o BACEN emitiu o Comunicado nº 17.408 anunciando uma intervenção na forma de leilão de compra e venda de moeda estrangeira no volume de 300 milhões de Dólares. Outra marca da estratégia de intervenção veio em 23 de outubro de 2008, quando o BACEN implementou, por meio dos Comunicados nº 16.569 e nº 17.588, um programa de leilão *swaps* cambiais no valor de até 50 bilhões de Dólares. Só entre dezembro de 2007 e fevereiro de 2009, as intervenções do BACEN tiveram volume de 93,9 bilhões de Dólares (BASTOS & FONTES, 2014, p. 51). No entanto, mesmo os leilões de *swap* podem não ter o efeito desejado no combate à instabilidade cambial nos momentos mais críticos, de forte formação de posições especulativas (ROSSI, 2016, pp. 152-153).

No que diz respeito às medidas regulatórias, o BACEN buscou, inicialmente, reduzir a exposição cambial das instituições financeiras e, quando a entrada líquida de capital no Brasil se intensificou depois dos programas de QE no centro, as medidas passaram a ter sentido de imposição de novas exigências regulatórias. Houve ainda a adoção de medidas macroprudenciais direcionadas aos mercados futuro e de derivativos, que mencionaremos no item f. desta seção.

Nesse sentido, visando as instituições financeiras, ainda entre junho e agosto de 2007, quando já era sentida uma crise no mercado americano, o BACEN editou a Circular nº 3.352, de 8 de junho de 2007, que reduziu de 60% para 30% o limite máximo da posição cambial líquida como proporção do patrimônio ponderado; a Circular nº 3.353, também de 8 de junho de 2007, que aumentou de 50% para 100% a exigência de capital para a exposição líquida

em câmbio das instituições; e a Resolução nº 3.488, de 29 de agosto de 2007, que reduziu de 60% para 30% o limite de exposição dos bancos em ouro e em ativos e passivos referenciados em variação cambial.

Na primeira fase da Grande Recessão, observando a escassez de divisa no mercado, a Resolução nº 3.657, de 17 de dezembro de 2008, facultou o recebimento em reais das receitas de exportação, independentemente da moeda constante do respectivo registro de exportação, substituindo a regra anterior da Resolução nº 3.657, de 17 de dezembro de 2008; e a Resolução nº 3.691 acrescentou a possibilidade de utilização de ativos denominados ou referenciados em Dólares, com classificação nas categorias de menor risco conferida por pelo menos uma das três maiores agências internacionais de classificação como garantia nas operações de empréstimo em moeda estrangeira. BASTOS & FONTES (2014, p. 60), destacam também a permissão, definida pela Resolução nº 3568, de 29 de maio de 2008, para que instituições financeiras e demais instituições não autorizadas a operar no mercado de câmbio pudessem operar no mercado de câmbio manual.

Para o período em que passa a haver ingresso líquido de capital, os autores destacam a Circular nº 3.474, de 11 de novembro de 2009, que instituiu a exigência de registro, em câmara de compensação, de derivativos vinculados a empréstimos entre residentes (ou domiciliados) no país e residentes (ou domiciliados) no exterior; e a Resolução nº 3.914, de 20 de outubro de 2010, que vetou a realização de operações de aluguel, troca e empréstimo de títulos, valores mobiliários e outros ativos financeiros por investidor não residente. Além disso, a Resolução nº 3.833, de 28 de janeiro de 2010, instituiu a obrigatoriedade de registro das operações de proteção (*hedge*) realizadas com instituições financeiras do exterior ou em bolsas estrangeiras e a Resolução nº 3.854, de 27 de maio de 2010, instituiu declaração trimestral obrigatória para pessoas físicas e jurídicas que tenham ativos no exterior que totalizem valor igual ou superior a 100 milhões de Dólares (BASTOS & FONTES, 2014, p. 61).

c. Bancos Públicos e entidades privadas de interesse público

Para além dos instrumentos tradicionais de que um Banco Central dispõe para adicionar liquidez ao mercado, foi destacado o papel que os bancos controlados pelo poder executivo federal tiveram no fornecimento de crédito no período que se seguiu à eclosão da crise. Isso ocorreu porque “com o aprofundamento da crise financeira global no quarto trimestre de 2008, os bancos privados retraíram o crédito” (IPEA, 2011, p.4), levando os bancos públicos, sujeitos a diretrizes políticas, a atuarem de maneira contracíclica, no sentido oposto ao mercado.

Essa ação envolveu o Banco do Brasil S.A. (BB)³⁹, e, principalmente, a Caixa Econômica Federal (CEF)⁴⁰, e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)⁴¹. Em última instância, essas instituições são garantidas pelo Tesouro Nacional e essa condição permitiu que, mesmo em um ambiente de restrição, elas mantivessem linhas de crédito no mercado em um nível que BARBOSA-FILHO (2013) chegou a comparar com o QE:

“Mas nos últimos anos a dívida bruta vem crescendo porque o governo utilizou empréstimos em seus bancos para estimular a atividade econômica. Essa foi uma forma de afrouxamento quantitativo no Brasil. Aqui nos EUA, o próprio Federal Reserve comprou títulos privados e expandiu o crédito. No Brasil, isso foi feito pelo Tesouro com os bancos estatais. O Tesouro emitiu títulos, pegou os recursos, colocou-os principalmente em nosso banco nacional de desenvolvimento e o banco nacional de desenvolvimento usou-o para expandir o crédito” (p. 10).

Além disso, a Medida Provisória nº 443, de 21 de outubro de 2008, convertida na Lei nº 11.908, de 3 de março de 2009, entre outros efeitos dos quais trataremos no próximo item autorizou o BB e a CEF a constituírem subsidiárias e a adquirirem participação em instituições financeiras sediadas no Brasil. Essa medida contribuiu para que as instituições pudessem ampliar sua participação no mercado e permitiu que o Banco do Brasil incorporasse, em 2008, o Banco do Estado do Piauí e, em 2009, o Banco do Estado de Santa Catarina e o Banco Nossa Caixa, instituições financeiras menores, que enfrentavam dificuldades de liquidez.

³⁹ Sociedade de Economia Mista controlada pelo Governo Federal.

⁴⁰ Empresa pública federal à época ligada ao Ministério da Fazenda. Atualmente encontra-se vinculada ao Ministério da Economia.

⁴¹ Empresa pública federal à época ligada ao Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. Atualmente encontra-se vinculada ao Ministério da Economia.

Esse conjunto de procedimentos contribuiu para que os efeitos de restrição ao crédito causados pela Grande Recessão não comprometessem ainda mais as condições do mercado financeiro brasileiro e também do conjunto da economia. Como expõe FREITAS (2009, p. 139), “para amenizar a contração de crédito pelo setor bancário privado, as instituições financeiras públicas ampliaram e/ou criaram novas linhas de crédito. Não fosse a ação anticíclica dos bancos públicos, sobretudo BNDES e CEF, a retração da economia brasileira no último trimestre de 2008 teria sido ainda mais dramática”.

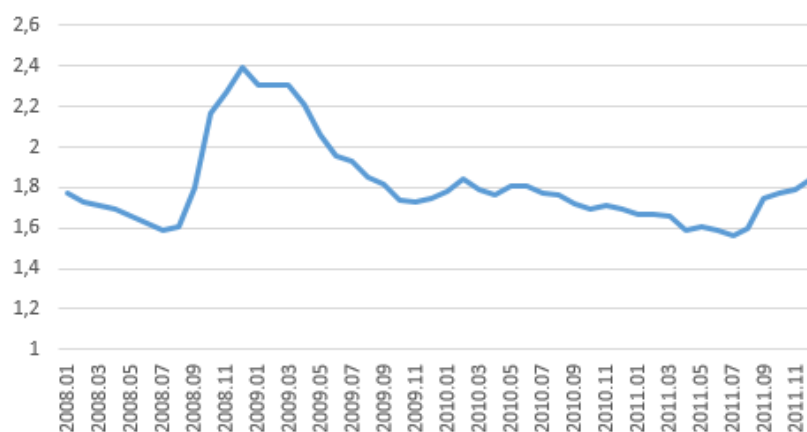
Cabe ainda mencionar uma ação que partiu do BACEN por meio de sua Resolução nº 3.656, de 17 de dezembro de 2008, que concedeu ao Fundo Garantidor de Créditos (FGC)⁴² a faculdade de aplicar recursos na aquisição de direitos creditórios de instituições financeiras e de sociedades de arrendamento mercantil; na realização de operações ativas vinculadas, com base em recursos entregues ou colocados à disposição da instituição financeira contratante por terceiros; e na aplicação em depósito bancário em letras de arrendamento mercantil ou em letras de câmbio de aceite de instituição associada sujeitas a certas condições constantes da Resolução. Apesar de não envolver apenas os bancos públicos, essa medida teria constituído “uma ação de política pública, de suporte ao fluxo de criação da moeda na economia moderna, notadamente no mercado interbancário” (DURAN & BORGES, 2018, p. 485), provendo liquidez ao sistema financeiro, de maneira análoga à Medida Provisória nº 443/2008 e à Lei nº 11.908/2009.

d. Medidas provisórias

Logo de início, foi possível para as autoridades perceberem que os instrumentos usuais de política cambial e de política monetária estabelecidos no tripé macroeconômico não seriam suficientes para lidar com os efeitos da crise. Na manifestação inicial mais pronunciada da Grande Recessão (MESQUITA & TORÓS, 2010, p. 7), o Dólar se valorizou em mais de 20% em relação ao Real no espaço de um mês, passando de R\$ 1,80 para R\$ 2,17 entre setembro e outubro de 2008.

⁴² O FGC é uma associação civil sem fins lucrativos, com personalidade jurídica de direito privado, destinada a administrar mecanismos de proteção a titulares de créditos contra instituições financeiras. São associadas ao FGC as instituições financeiras que atendam aos requisitos dispostos no art. 8º da Resolução do CMN nº 4.222, de 23 de maio de 2013.

Gráfico 9



Taxa de câmbio 2008-2011 (BRL/USD) - Fonte: IPEADATA

Diante desse cenário, as autoridades brasileiras resolveram implementar uma série de novas políticas que muito inovava em relação ao que existia anteriormente. Não bastaria aqui alguma alteração regulatória na alçada do BACEN ou do CMN, mas sim reformas legislativas que foram feitas na forma de Medidas Provisórias.

A postura autonomista da política econômica brasileira foi eloquente. Em 2011 o à época Ministro de Fazenda, Guido Mantega, chegou, em discurso perante o Comitê Monetário e Financeiro Internacional do FMI, a afirmar o seguinte, após a apresentação de um plano do FMI para orientar a ação dos países sujeitos à volatilidade de grandes fluxos de capital:

“Nós nos opomos a quaisquer diretrizes, estruturas ou ‘códigos de conduta’ que tentem restringir, direta ou indiretamente, as respostas políticas de países que enfrentam surtos de entrada de capital volátil (...)

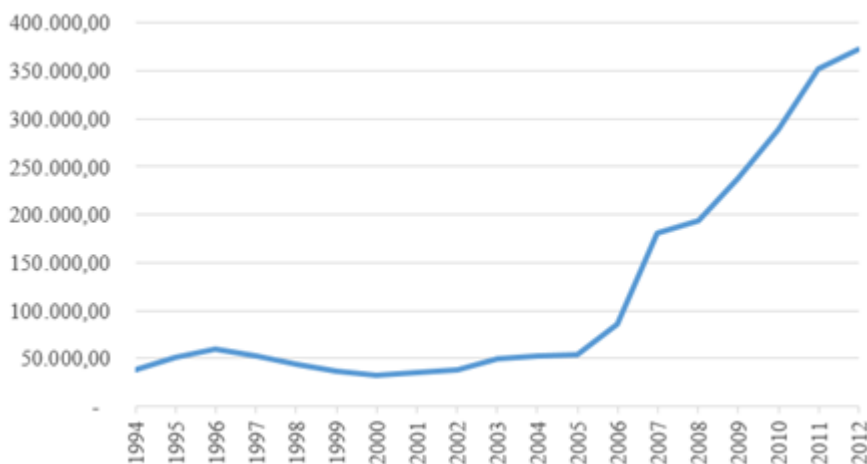
O Fundo não só não conseguiu ver a crise chegando nem identificar a acumulação de riscos, mas também incentivou políticas que estiveram na origem da crise. Os pecados do Fundo não foram apenas de omissão, mas também de disseminação ativa de uma estrutura de política que conduziu ao desastre. Os pontos cegos analíticos do Fundo podem ter sido ampliados pela falta de diversidade na formação acadêmica de seus quadros”.⁴³

Objetivamente, a condição financeira do Estado brasileiro havia mudado desde 1999 e o ponto maior dessa mudança havia sido a acumulação dos 200 bilhões de Dólares em reservas, como o Presidente mencionou em seu pronunciamento de natal. O País vinha acumulando reservas de forma ininterrupta desde 2001, sendo que o ritmo de acumulação se

⁴³ A declaração do Ministro encontra-se disponível em <<https://www.imf.org/External/spring/2011/imfc/statement/eng/bra.pdf>>. Acesso em 31 de maio de 2019.

expandiu largamente após a quitação da dívida do país com o FMI em 2005 e com o Clube de Paris no início de 2006. Em janeiro de 2008, o Brasil se tornaria credor líquido externo.

Gráfico 10



Reservas internacionais (milhões de USD) 1994-2012 - Fonte: IPEADATA

Foi essa condição material que deu ao Governo a possibilidade de adotar estratégias diferentes no contexto da crise. De acordo com CHACHAMOVITZ (2017):

“Durante a recente crise financeira de 2008, a posição patrimonial do setor público brasileiro, credor líquido em moeda estrangeira, foi fundamental para evitar que a dívida pública entrasse em uma espiral negativa alimentada pela desvalorização cambial, como em outras conjunturas. Isso permitiu ao governo maior liberdade para realizar políticas anticíclicas com o objetivo de estimular a absorção doméstica e superar a recessão” (p. 347-348).

Basicamente, as reservas internacionais são um ativo contábil do BACEN consistente em divisas. O BACEN adquire esse ativo via expansão do seu passivo, ou seja, via emissão de Reais para aquisição de Dólares dos agentes interessados, ou trocando um ativo por outro, em uma operação na qual se negocia títulos de dívida pública para aquisição das divisas.

No caso brasileiro, a operação conduzida pelo BACEN que envolve a permuta de títulos da dívida pública por divisas consiste em uma substituição de ativos do porque o BACEN não emite seus próprios títulos, trabalhando com títulos emitidos pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). A operação que é realizada utilizando-se os títulos emitidos pela STN é estéril em relação à expansão da base monetária, não tendo efeitos sobre a política monetária, alterando apenas as condições da política fiscal, uma vez que nessas operações há um compromisso de recompra do título por parte do BACEN, razão pela qual essas

operações são também chamadas de *operações compromissadas*. Esse procedimento é expressamente autorizado pelo art. 164, § 2º, da Constituição.

A formação de reservas internacionais é muito útil para facilitar a execução de objetivos de política monetária e cambial. FERNANDES (2017) lista os motivos para aquisição de reservas:

“As reservas internacionais podem ser construídas para diversos fins. Um dos benefícios mais citados é a diminuição da probabilidade de ocorrência de crises externas. A lógica é que uma quantidade grande de reservas permite a um país ganhar tempo quando os fundamentos macroeconômicos mudam: as reservas permitem que ele financie o balanço de pagamentos quando há uma reversão brusca das condições de financiamento externo (evento conhecido como na literatura como um *sudden stop*). A utilização das reservas permitiria suavizar os movimentos cambiais, reduzindo os riscos à estabilidade financeira doméstica causados por empresas muito endividadas no mercado internacional. As reservas dariam também uma maior garantia para o pagamento das dívidas externas do país (soberana e privada), com impactos positivos sobre a taxa de captação dos agentes domésticos nos mercados internacionais. Além disso, as reservas também dão respaldo aos fluxos do comércio. Um colchão maior de reservas internacionais permite ainda diminuir a volatilidade cambial em momentos de estresse financeiro que sejam vistos como temporários. A maior estabilidade cambial permitida pelas reservas impediria que movimentos temporários de capitais de curto prazo tivessem efeitos adversos sobre a economia doméstica” (p. 536).

Como visto no item b., as reservas já tinham papel nas intervenções do BACEN mesmo antes da crise. As alterações que vieram por meio de Medidas Provisórias foram necessárias em razão da magnitude do processo de constrição das condições financeiras em Dólares e em Reais (MESQUITA & TORÓS, 2010, p. 6), que, como mostrado no item anterior, levou o BACEN a intervir de forma pronunciada tanto no mercado à vista quanto no mercado de derivativos.

Uma inovação absolutamente central para a gestão das políticas monetária e cambial no período da Grande Recessão foi a Medida Provisória nº 435, de 26 de junho de 2008, que veio a ser convertida na Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008. Essa norma introduziu um dispositivo que dava ao BACEN uma liberdade muito maior do que a que ele tinha antes para efetuar as intervenções utilizando suas reservas.

O art. 2º da Medida Provisória e da Lei criou um mecanismo segundo o qual, a critério do Ministro da Fazenda, a STN poderia emitir títulos de forma direta, sem contrapartida financeira, destinados a assegurar ao BACEN a manutenção de carteira de títulos da dívida pública em dimensões adequadas à execução da política monetária. Além

disso, nos termos do art. 6º, a União compensaria o BACEN quando o resultado das operações com reservas cambiais nele depositadas e das operações com derivativos cambiais por ele realizadas no mercado interno, conforme apurado em seu balanço, fosse negativo. Essa compensação poderia ser feita na forma de títulos emitidos pela STN, conforme o art. 5º da Medida Provisória e da Lei. Caso o resultado das operações do BACEN com reservas cambiais e derivativos fosse positivo, ampliando seu ativo, a autarquia remeteria, ao Tesouro nacional, moeda por ela emitida, ampliando seu passivo a fim de igualar o ativo.⁴⁴

Com base nisso, o Ministério da Fazenda editou a Portaria nº 241, de 04 de junho de 2009, criando um gatilho de emissão de títulos do Tesouro Nacional destinados ao BACEN sempre que o valor da carteira de títulos da dívida pública mobiliária federal interna em seu poder atingisse valor inferior a 20 bilhões de Reais, em quantidade suficiente para, no mínimo, restabelecer o referido valor, observado que, em cada evento, o valor da emissão não poderia ser inferior a 10 bilhões de Reais. Esse mecanismo permaneceu vigente até a edição da Lei nº 13.043, de 13 de novembro de 2014 (YAMAGUCHI FERREIRA, 2018, p. 194).

Dessa forma, na iminência de uma crise financeira antecedida por um processo intenso de acumulação de reservas, o Governo garantia ao BACEN que ele não desequilibraria seu balanço independentemente da quantidade de recursos que a autarquia tivesse que empregar em operações compromissadas ou nas intervenções realizadas com recursos das reservas internacionais. A garantia referente às operações com reservas foi particularmente relevante para a fase em que passou a haver ingresso líquido de capital no país e o Real passou a se valorizar em relação ao Dólar. Sobre isso, PASTORE (2017) explica:

“Quando há uma perda o Tesouro transfere ao Banco Central títulos da dívida pública. Desde 2003 o Banco Central vem acumulando reservas, sobre as quais teve perdas patrimoniais no período no qual o real se valorizava, ocorrendo ganhos no período de depreciação cambial. Na fase de perdas patrimoniais vinda da valorização do real o ativo do Banco Central se reduzia, mas esse movimento era neutralizado pela transferência de títulos do Tesouro, mantendo intacto o balanço do Banco Central” (p. 440).

⁴⁴ Recentemente, a Lei nº 13.820, de 3 de maio de 2019, alterou um pouco esse mecanismo. Atualmente, ainda que os ativos transferidos entre BACEN e STN tenham efeito contábil, eles ficam enquadrados em uma *reserva de resultado*, cujos recursos ficam inertes e que servem para realização de compensações entre as entidades ao final de cada exercício fiscal, para que o ativo e o passivo do BACEN sejam idênticos.

A Medida Provisória nº 442, de 6 de outubro de 2008, mais tarde convertida na Lei nº 11.882, de 23 de dezembro de 2008, criou a possibilidade do BACEN efetuar empréstimos de reservas para todas as instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio. O objetivo dessa medida era mitigar o impacto da restrição de liquidez em dólares sobre o comércio exterior brasileiro (MESQUITA & TORÓS, 2010, p. 10). As questões operacionais da norma foram regulamentadas pelas Resoluções do CMN nº 3.622, de 9 de outubro de 2008, nº 3.672, de 17 de dezembro de 2008 e nº 3.689 de 4 de março de 2009.

Menos relacionada ao uso direto de reservas, mas ainda ligada à garantia de liquidez, a já mencionada Medida Provisória nº 443/2008, convertida na Lei nº 11.908/2009, trouxe outra inovação importante ao autorizar o BACEN a realizar operações de *swap* de moedas com Bancos Centrais de outros países. Como resultado dessa medida, foi anunciada em 29 de outubro de 2008 a criação de uma linha de *swap* de até USD 30 bilhões entre o BACEN e o FED.

e. Gestão de fluxos de capital via Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros

Uma das ocorrências mais frequentes quando analisamos a política cambial dos anos da Grande Recessão consiste nas alterações no Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros (IOF). O IOF foi inicialmente instituído pela Lei nº 5.143, de 20 de outubro de 1966, e atualmente encontra-se previsto no art. 153, V, da Constituição e regulamentado no Decreto nº 6.306, de 14 de dezembro de 2007.

O tributo incide sobre as operações de crédito; câmbio; seguros, relativas a títulos ou valores mobiliários; e operações com ouro, ativo financeiro, ou instrumento cambial. Os arts. 11 e 12 da Lei nº 5.143/1966 davam ao IOF destinação específica relacionada ao custeio do BACEN e à formação de reservas monetárias, mas esse tipo de vinculação não é mais possível em razão da vedação contida no art. 167, IV, da Constituição.

Há ainda três aspectos relevantes do IOF que explicam sua aplicação na política cambial. O primeiro consiste no fato do art. 150, § 1º, da Constituição excluir o tributo do princípio da anterioridade tributária, previsto no art. 150, III, também da Constituição, permitindo que o IOF seja cobrado no mesmo exercício financeiro em que tenha sido

publicada lei que o instituiu ou aumentou. O segundo é a faculdade que a Constituição, por meio de seu art. 153, § 1º, concedeu ao executivo federal para alterar a alíquota do IOF. O último é o reconhecido caráter extrafiscal do IOF. Segundo SABBAG (2003) “[O IOF] tem função predominantemente extrafiscal (controle da política monetária), embora seja bastante significativa a sua função fiscal, ensejando a arrecadação de somas consideráveis” (p. 307).

A combinação dessas três características, aliadas às limitações da gestão de fluxos de capitais impostos desde o início da década de 1990, do qual trataremos na seção 10, transformaram o IOF no “principal instrumento utilizado no país para tentar controlar os fluxos de capitais estrangeiros” (MUNHOZ, 2013, p.380). A incidência do IOF sobre a liquidação de operações de câmbio tem levado os governos a tentar aplicá-lo como um tipo de taxa Tobin (TOBIN, 1978), destinada a desestimular determinados comportamentos dos agentes no mercado de câmbio.

O contexto da Grande Recessão não foi exceção a esse tipo de política, tendo sido a alíquota do tributo em relação a diferentes fatos geradores alterada nove vezes apenas no período relevante para este trabalho:

Norma	Data	Efeito	Sentido
Decreto nº 6.613	22/10/2008	Redução de 1,5% para zero na alíquota do IOF das liquidações de operações de câmbio	-
Decreto nº 6.983	19/10/2009	Aplicação de alíquota de IOF de 2% sobre as operações de câmbio com ingresso a partir daquela data	+
Decreto nº 7.011	18/11/2009	Aplicação de alíquota de IOF de 1,5% sobre a emissão de novas ações de companhias brasileiras a serem negociadas em bolsas estrangeiras	+
Decreto nº 7.323	04/10/2010	Aumento da alíquota de IOF sobre as operações de renda fixa de 2% para 4%	+
Decreto nº 7.330	18/10/2010	Aumento da alíquota de IOF sobre as operações de renda fixa de 4% para 6%; Aumento da alíquota de IOF sobre margem de garantia dos investimentos estrangeiros na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (à época, BM&FBovespa) de 0,38% para 6%	+

Decreto nº 7.454	25/03/2011	Aumento da alíquota de IOF sobre as operações de cartão de crédito de compra bens e serviços do exterior de 5% para 6,38%	+
Decreto nº 7.456	28/03/2011	Aplicação de alíquota de IOF de 6% sobre ingresso de recursos no país decorrentes de empréstimo externo, contratado de forma direta ou mediante emissão de títulos no mercado internacional, com prazo até 360 dias	+
Decreto nº 7.457	06/04/2011	Aplicação de alíquota de IOF de 6% sobre ingresso de recursos no país decorrentes de empréstimo externo, contratado de forma direta ou mediante emissão de títulos no mercado internacional, com prazo até 720 dias	+
Decreto nº 7.536	26/06/2011	Aplicação de alíquota de IOF de 1% sobre os contratos de derivativos cujo valor nominal tenha sido ajustado pela taxa de câmbio e que resultem do aumento da exposição líquida vendida	+

Desenvolvida a partir de BASTOS & FONTES (2014, pp. 78-81)

A utilização do IOF foi significativa e o sentido das ações não fugiu à sua lógica extrafiscal. Como esperado, a medida relacionada ao IOF tomada no contexto do pânico no início da Grande Recessão significou a diminuição da alíquota do imposto; as demais medidas, tomadas já quando o país passava a sentir os efeitos do QE dos países centrais, foram todas no sentido de majoração da alíquota sobre os fatos geradores.

Entretanto, MUNHOZ (2013, p. 385) observa que a taxação do IOF tem caráter pouco reflexivo sobre os movimentos de capitais, especialmente no mercado de capitais e no mercado futuro, sendo, portanto, insuficiente assumir que essas medidas tenham de fato gerado o efeito esperado. JINJARAK et al. (2012), estudando especificamente o caso brasileiro entre 2008 e 2011, também concluem que a gestão de fluxo de capitais realizada por meio do IOF não teve muito impacto econômico, apesar de sua lógica e do apoio político que recebeu.

f. Medidas macroprudenciais sobre os mercados futuro e de derivativos

Em 2011, no contexto da aprovação dos Acordos de Basileia III, o BACEN “buscou adotar medidas de caráter macroprudenciais no sentido de reduzir a exposição cambial dos agentes” (BASTOS & FONTES, 2014, p. 61). Em linhas muito gerais, as políticas de gestão de fluxos de capital e as medidas macroprudenciais se diferenciam porque enquanto as políticas de gestão de fluxos de capital representam uma barreira que modula os fluxos de entrada e saída de capital com relação a todo o sistema financeiro doméstico, as medidas macroprudenciais incidem sobre determinados setores da economia, a fim de compensar efeitos sistêmicos que estejam afetando sua dinâmica de preços⁴⁵.

A autoridade que, como dito, vinha atuando com sucesso limitado via leilões de *swap* para tentar estabilizar o câmbio, passou a adotar medidas regulatórias mais incisivas sobre os ambientes de formação de preços do câmbio do Real, especificamente sobre o mercado futuro e os contratos derivativos. Essa abordagem apareceu inclusive em medidas aqui já apresentadas, como na edição do Decreto nº 7.536/2011, que, como mencionado no item anterior, instituiu a cobrança de IOF à alíquota de 1% sobre o valor nominal ajustado, na aquisição, venda ou vencimento de contratos de derivativos financeiros cujo valor de liquidação estivesse vinculado à variação da taxa de câmbio e que resultassem em aumento da exposição líquida vendida dos agentes.

As regulações adotadas em 2011 encontravam também um grande apelo político diante da tendência de valorização do Real em relação ao Dólar fruto do incremento de fluxos de capital direcionados ao Brasil. Foi nesse contexto que veio a fala do Ministro da Fazenda, Guido Mantega, em 27 de setembro de 2010, durante evento em São Paulo na qual acusou haver uma *guerra cambial* em curso no mundo, fato que justificaria as medidas que viriam a ser tomadas dali em diante:

“Vivemos hoje uma guerra cambial internacional, uma desvalorização cambial generalizada. Isso nos ameaça porque tira a nossa competitividade”⁴⁶.

Em janeiro de 2011, o BACEN emitiu a Circular nº 3.520, de 6 de janeiro de 2011, que instituiu recolhimento compulsório e encaixe obrigatório sobre posição vendida de câmbio. Essa regulação incidiu diretamente sobre o principal espaço de formação da taxa de

⁴⁵ Tratei disso também em SILVA (2018a).

⁴⁶ Disponível em <https://economia.uol.com.br/ultimas-noticias/reuters/2010/09/27/mantega-ve-guerra-cambial-reitera-arsenal-dogoverno.jhtm>. Acesso em 31 de maio de 2019.

câmbio uma vez que os bancos, que são os principais atores do mercado de câmbio, é que geram posições de maior monta no mercado futuro e transmitem essas posições para o câmbio à vista. A medida aumentou o custo de captação dos bancos pelas linhas interbancárias e modificou a formação do preço do Dólar futuro, onerando também a especulação no mercado futuro (ROSSI, 2016, p. 153).

A Circular 3520/2011 veio a ser substituída pela Circular 3.548, de 8 de julho de 2011, de teor semelhante e que não a descaracterizou. Foi também em julho de 2011 que vieram outras medidas relevantes, que afetaram os contratos derivativos e atingiram o cerne da especulação cambial que vinha ocorrendo até então pela apreciação da moeda brasileira (ROSSI, 2016, p. 153).

Paralelamente, a Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011, mais tarde convertida na Lei nº 12.543, de 8 de dezembro de 2011, permitiu que o Governo regulasse o teor dos contratos derivativos que influenciavam a dinâmica do câmbio futuro e sua formação. Por meio desse instrumento, o CMN pôde, declaradamente para fins da política monetária e cambial, passar a estabelecer condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor, podendo, inclusive determinar depósitos sobre os valores nominais dos contratos e fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos derivativos.

Alguns aspectos chamam a atenção de quem analisa a forma como o Estado brasileiro enfrentou a Grande Recessão. Ao longo das próximas seções deste trabalho, nosso objetivo será abordar, através das normas vigentes e do processo histórico de sua formação, um desses aspectos: a fragmentação institucional dessa ação estatal.

Abordaremos essa questão a partir de duas perspectivas. Primeiramente, buscaremos esclarecer as questões normativas que limitaram a capacidade do CMN e do BACEN, que, conforme já expusemos, detêm o mandato legal para formular e executar as políticas monetária e cambial, impedindo que essas instituições pudessem, por conta própria, lidar com os efeitos da crise.

Em seguida, a partir de uma análise histórica, buscaremos entender como essas instituições estão conformadas e quais as perspectivas de uma possível reformulação. Conforme expõem MOURA & BANDEIRA (2017):

“à medida que o sistema se torna mais complexo e os riscos sistêmicos são mais complexos e difíceis de monitorar, a coordenação eficaz e a liderança formal tornam-se elementos ainda mais cruciais da estrutura institucional. Assim, uma atribuição formal de responsabilidades pela estabilidade financeira e pela política macroprudencial reduziria a incerteza e aumentaria a coordenação e a prestação de contas” (p. 79).

A Grande Recessão em si, ao expor os limites da eficácia dos procedimentos que orientam as políticas monetária e cambial há duas décadas, já tornou urgente a discussão sobre a revisão das instituições. Mesmo que a crise não tenha causado efeitos tão deletérios à economia brasileira, a fragmentação da resposta mostra que, no nosso caso particular, é necessária também uma discussão sobre a coordenação política.

7. As limitações dos regimes monetário e cambial no Brasil

Quando do início da Grande Recessão, a ação do governo brasileiro nas políticas monetária e cambial se dava segundo o quadro normativo e institucional do regime monetário de metas de inflação e do regime cambial de câmbio flutuante. A extensão e a natureza das medidas adotadas pelo governo brasileiro e pelo BACEN diante dos efeitos da crise no país entre os anos de 2008 e 2011 foram produto e ao mesmo tempo demonstraram a existência de problemas nas políticas monetária e cambial vigentes. O quadro normativo introduzido no ordenamento jurídico brasileiro quando da adoção do tripé macroeconômico a partir de 1999 não foi, por si só, capaz de garantir a estabilidade macroeconômica em uma situação de desequilíbrio.

De fato, diante dos efeitos da crise, as autoridades brasileiras foram levadas a adotar um conjunto de medidas de controle da moeda diversos daquelas tradicionalmente aplicadas desde 1999. Esses instrumentos não chegavam a violar o quadro normativo vinculado aos pés monetário e cambial do “tripé”, mas mostravam que o controle da inflação através do manejo da taxa de juros básica da economia, instrumento de política monetária típico do regime monetário de metas de inflação, e a flutuação da taxa de câmbio, ainda que supervisionada pelo BACEN, eram insuficientes na conjuntura na qual se manifestavam os efeitos da crise, tanto na fase de pânico como na de mania, e as razões para isso foram estruturais, apesar de terem se revelado pela conjuntura.

Nesse sentido, a fim de esclarecer esse fenômeno, trataremos de apresentar as limitações estruturais do regime monetário de metas de inflação e do regime cambial de câmbio flutuante, que tolheram a efetividade da ação do BACEN no contexto da crise. Essa seção aprofunda a apresentação que fizemos do regime monetário e do regime cambial que formam dois “pés” do tripé macroeconômico na seção 4, mas com o objetivo de crítica. Em primeiro lugar, procuraremos esclarecer quais os problemas estruturais do método de aferição da inflação; em seguida, buscaremos explicar como a influência do câmbio também enfraquece os instrumentos de estabilização legados pelo arranjo do tripé macroeconômico; por fim, faremos aportes da teoria econômica para tratar de vícios que, argumenta-se, estariam nos modelos econômicos utilizados pelas autoridades e mesmo no próprio regime monetário de metas de inflação.

Em primeiro lugar o processo de estabelecimento de metas de inflação adotado no Brasil observa a evolução nos preços a partir de um índice de preços específico, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Para auferir esse índice, o IBGE elenca uma cesta de produtos e serviços, que comporiam a média nacional do consumo mensal de “famílias com rendimentos mensais compreendidos entre 1 (hum) e 40 (quarenta) salários-mínimos, qualquer que seja a fonte de rendimentos”, e residentes nas regiões metropolitanas das cidades do Rio de Janeiro, Porto Alegre, Belo Horizonte, Recife, São Paulo, Belém, Fortaleza, Salvador, Curitiba e do Distrito Federal. Esses preços são colhidos mensalmente em “estabelecimentos comerciais e de prestação de serviços, concessionária de serviços públicos e domicílios (para levantamento de aluguel e condomínio)”⁴⁷ e sua variação consiste na taxa de inflação considerada naquele mês. A meta de inflação estabelecida pelo CMN considera a inflação acumulada de janeiro a dezembro de cada ano, segundo o IPCA. O índice não abrange a variação de preços financeiros.

A adoção desse tipo de procedimento para aferição dos índices de inflação é comum. Isso, no entanto não significa que o método esteja livre de erros e manipulações, ou que seja imune a movimentos sazonais.

Sobre a manipulação, é notável o exemplo descrito por Delfim Netto, Ministro da Fazenda entre 1967 e 1974 e do Planejamento entre 1979 e 1985, em entrevista publicada pelo jornal O Globo em 23 de março de 2014⁴⁸.

“Se tinha uma chuva como agora em São Paulo, um sujeito no Paraná ou em Minas dizia: ‘Manda mais caminhões para São Paulo ou para o Rio’, de tal forma a calibrar a oferta. Houve trabalho para fazer isso, não caiu do céu. Foi administração legítima”

Em verdade, a adoção de tal estratégia por parte do governo até tem sua razão de ser, uma vez que é até contraproducente que a variação sazonal de preço de alguns poucos itens da cesta, que nem sempre têm tanta relevância, possa comprometer políticas em razão das obrigações jurídicas que geram para a autoridade com mandato para estabilizar a inflação. Esse foi, por exemplo, o caso da inflação do tomate em 2013, derivada da sazonalidade da

⁴⁷ Disponível em < https://ww2.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/defaultinpc.shtm >. Acesso em 31 de maio de 2019.

⁴⁸ Disponível em: < <https://oglobo.globo.com/economia/delfim-netto-sobre-atuacao-no-regime-militar-nao-tenho-nada-do-que-me-arrepender-11959575> >. Acesso em 31 de maio de 2019.

safra, mas que pressionou o IPCA e foi utilizada pela imprensa para desqualificar a Nova Matriz Econômica⁴⁹.

Ainda que possamos entender os motivos, esse tipo de procedimento de manipulação tem consequências bastante significativas, que podem até ser determinantes no campo da política mais geral. Alguns exemplos da relevância política dos índices de inflação podem ser encontrados na história brasileira, especialmente em períodos de desaceleração econômica, quando os conflitos distributivos na dinâmica da inflação ficam mais evidentes⁵⁰. Faremos uma breve regressão para destacar um evento em que isso ocorreu.

O Salário Mínimo foi instituído no Brasil através do Decreto-Lei nº 2.162, de 1º de Maio de 1940. Essa legislação, que vigorou até a entrada em vigor do Decreto nº 89.589, de 26 de Abril de 1984, previa um sistema de salários mínimos regionalizados, que funcionava da seguinte forma:

“As regiões, em número de 22, correspondiam aos Estados, Distrito Federal e Território do Acre; em cada uma delas funcionava uma comissão, formada por representantes de trabalhadores e de empregadores, em igual número, que tinha por competência determinar o valor do salário de acordo com as especificidades regionais. O trabalho das Comissões foi subsidiado pela realização do Censo do Salário Mínimo, a cargo do Serviço de Estatística da Previdência e Trabalho (SEPT)” (PAIM, 2005, p. 17).

⁴⁹ O aumento do preço do tomate nos primeiros meses de 2013 elevou o produto a símbolo de um suposto descontrole inflacionário que existiria no país e rendeu alguns momentos marcantes na imprensa. Em 10 de abril de 2013, a apresentadora Ana Maria Braga, da Rede Globo de televisão, foi ao ar em seu programa trajando um colar de tomates. No dia 15 de abril de 2013, a edição nº 777 da Revista Época, editada pela Editora Globo, do mesmo grupo do canal de televisão, trazia em sua capa a figura de um tomate amassado acompanhada da manchete “A ameaça da inflação: por que o governo pisou no tomate”. Em 17 de abril de 2013, a edição da nº 2317 da Revista Veja estampava em sua capa a manchete “Inflação: Dilma pisou no tomate”.

⁵⁰ Há no Capítulo XXXV de *Formação Econômica do Brasil* passagem em que FURTADO define a inflação como fenômeno dinâmico que reflete a luta de grupos sociais pela apropriação do excedente monetário. Não nos propomos neste trabalho a tratar das diferentes concepções do fenômeno inflacionário, mas acreditamos que caiba aqui a referência e a reprodução do trecho: “A inflação é o processo pelo qual a economia tenta absorver um excedente de procura monetária. Essa absorção faz-se através da elevação do nível de preços, e tem como principal consequência a redistribuição da renda real. O estudo do processo inflacionário focaliza sempre esses dois problemas: a elevação do nível de preços e a redistribuição da renda. Seria, entretanto, errôneo supor que se trata aí de dois problemas autônomos. A palavra inflação induz a esse erro, pondo em primeiro plano o aspecto monetário do processo, isto é, a expansão da renda monetária. Contudo essa expansão é apenas o meio pelo qual o sistema procura redistribuir a renda real com o fim de alcançar uma nova posição de equilíbrio. Pode-se conceber uma situação na qual todos os grupos sociais desenvolvam mecanismos de defesa, destinados a dificultar ou mesmo a impossibilitar a redistribuição da renda real, exigida pela introdução de um desequilíbrio no sistema. Uma tal situação, se levada ao extremo, poderá dar lugar a uma espécie de inflação neutra, isto é, uma inflação sem efeitos reais. Os preços se elevariam permanentemente sem nenhuma repercussão na forma como se distribui a renda real” (FURTADO, 2000, pp. 238-239).

Entre 1948 e 1978 os índices de inflação oficiais do Governo Federal, que eram observados por essas comissões eram os Índices de Preços ao Consumidor do Ministério do Trabalho (IPC-MTb), que abrangiam “13 capitais (Belém, Fortaleza, Natal Recife, Salvador, Belo Horizonte, Niterói, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba, Florianópolis, Porto Alegre, Cuiabá e, a partir de 1960, Brasília)” (FECOMERCIO, 2005, p. 14).

No ano de 1973, o governo divulgou a inflação oficial como tendo sido 12,6%. Anos mais tarde, em 31 de julho de 1977, o jornal Folha de S. Paulo publicou o encarte *O relatório secreto do BIRD sobre a economia brasileira* que afirmava textualmente que, naquele relatório, “Um valor de 22,5% para a taxa de inflação em 1973 foi utilizado em lugar do valor oficial de 12,6%”. SIMONSEN, que foi Ministro do Planejamento entre 1974 e 1979, assumiu que o Governo elaborava índices de preços a valores tabelados pelo Conselho Interministerial de Preços (CIP)⁵¹ e que as diferenças mais notáveis em relação aos preços de mercado se davam em relação à carne e aos óleos vegetais (SIMONSEN, 1974, p. 4), sujeitos à flutuação e à sazonalidade.

A divulgação dessa manipulação, que impactava diretamente o reajuste salarial dos trabalhadores e despertou o “ultraje moral” entre trabalhadores da indústria e dos serviços, foi um fator importante na deflagração os movimentos grevistas de 1978 no ABC paulista (SANDOVAL, 1994, p. 151 e SANTANA, 2003, p. 287). Essas greves deram a Luís Inácio Lula da Silva, à época presidente do Sindicato dos Metalúrgicos de São Bernardo do Campo, a projeção nacional que culminou em sua eleição para a Presidência da República anos mais tarde.

Para além da ficção que consiste na elaboração de uma cesta de consumo média para as famílias com renda na faixa de um a quarenta salários mínimos no Brasil, o regime monetário de metas de inflação padece de outras questões estruturais. Cabe explorá-las mais a fundo.

Retomando o que havíamos visto anteriormente, é certo que, idealmente, o manejo da inflação no Brasil deveria se dar da seguinte forma: (i) o CMN estabeleceria o intervalo da meta de inflação; (ii) o IBGE colhia informações quanto à evolução dos preços e as

⁵¹ O CIP Foi um órgão público criado por meio do Decreto n.º 63.196, de 29 de agosto de 1968, com a atribuição de fixar e fazer executar medidas destinadas a implementação da sistemática reguladora de preços observando a orientação geral da política econômica do Governo Federal. Foi extinto pelo Decreto de 25 de abril de 1991, que revogou o Decreto que o havia instituído.

apresenta na forma do IPCA; (iii) o COPOM se reuniria e determinaria qual a taxa Selic adequada para que o IPCA anualizado de janeiro a dezembro do determinado ano convergisse para o intervalo de meta de inflação estabelecido pelo CMN. Entretanto, além do próprio comportamento do IPCA, há outros fatores muito relevantes que orientam a decisão do COPOM em relação à Selic, entre eles o câmbio.

Conforme apontamos anteriormente⁵², BARBOSA-FILHO (2008) apontou correlação existente entre os movimentos da taxa de câmbio e a inflação mesmo após o abandono formal da âncora cambial, em 1999. Mesmo o BACEN reconhece e aponta a importância que o câmbio tem para o controle da inflação, estabelecendo, assim, a conexão entre a política monetária e a política cambial. Um exemplo do cuidado que a autoridade tinha com esse tópico no período relevante para essa dissertação é o texto sobre *Repasse Cambial para os Preços* presente no Relatório de Inflação referente a Dezembro de 2008 produzido pelo BACEN⁵³.

Nesse sentido, MINELLA & SOUZA-SOBRINHO (2011, p. 42) atestam a influência do câmbio na política monetária quando apontam que os resultados dessa política são produto da influência de diversos *canais*, sendo os principais o *canal tradicional da taxa de juros* e o *canal da taxa de câmbio*, sendo que o canal da taxa de câmbio:

“[C]apta os efeitos, por meio da condição da paridade descoberta da taxa de juros (UIP), de movimentos na taxa básica de juros sobre a taxa real de câmbio e, assim, no custo marginal das firmas e nos componentes da demanda agregada” (MINELLA & SOUZA-SOBRINHO, 2011, p. 42).

MINELLA & SOUZA-SOBRINHO (2011, p. 83) também mencionam um *canal das expectativas*, mas argumentam que seria difícil “identificar e mensurar especificamente” esse canal. Trataremos das expectativas ainda nesta seção. No campo do câmbio, FIGUEIREDO & GOUVEA (2011, p. 160) estimam que, na época do estudo, a contribuição do canal do câmbio para a inflação brasileira seria da ordem de 8% a 9% do índice.

Vê-se, portanto, que a taxa de câmbio constitui um elemento fundamental para o adimplemento das obrigações legais que o Estado brasileiro assumiu quando da adoção do regime monetário de metas de inflação, na medida em que os movimentos do câmbio podem

⁵² pp. 53-54 acima.

⁵³ O texto ocupa as páginas 145 a 150 do Relatório e encontra-se disponível em < <https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2008/12/ri200812c6p.pdf> >. Acesso em 31 de maio de 2019.

ser determinantes para o cumprimento ou descumprimento das metas. Nesse sentido, poderia se supor que o governo tivesse uma posição privilegiada, podendo gozar do manejo de instrumentos de política cambial paralelamente aos de política monetária para adequar a inflação à meta.

Porém, a realidade com que o governo se depara é um tanto diversa, em razão de algumas características peculiares da formação do câmbio da moeda brasileira. “A formação da taxa de câmbio decorre da interação entre os agentes econômicos no âmbito de uma institucionalidade que delimita o mercado de câmbio de cada país” (ROSSI, 2016, p. 93) e essa peculiaridade da formação da taxa de câmbio do Real é fruto, em grande medida de uma disparidade regulatória existente entre os mercados de câmbio à vista (*spot*); futuro e de derivativos; e interbancário.

No período relevante para esta Dissertação, as operações com divisas, ou seja, moedas estrangeiras e títulos denominados nessas moedas, feitas no Brasil deveriam ser formalizadas na forma de *contratos de câmbio*, intermediados por instituições autorizadas, pelo BACEN, a operar no mercado de câmbio, nos termos da Circular nº 3.280, de 9 de março de 2005, do BACEN, consistente no Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI)⁵⁴. Nos termos da Circular, o Contrato de Câmbio é o instrumento específico firmado entre o vendedor e o comprador de moeda estrangeira, no qual são estabelecidas as características e as condições sob as quais se realiza a operação de câmbio. COSTA (2009, pp. 32-34) explica que:

“através do contrato de câmbio, o domínio da moeda estrangeira é transferido a outrem mediante a entrega ao titular original da moeda estrangeira de certa quantia em moeda nacional. O contrato de câmbio caracteriza-se, pois, como contrato de compra e venda. (...) Em virtude da importância que as operações cambiais representam para a política econômica do Estado, o que impõe o controle e a fiscalização do fluxo de divisas do e para o País, e tendo-se em consideração o curso legal da moeda nacional, o Estado impõe restrições e determina a configuração dos contratos de câmbio”.

Portanto, sendo contrato de compra e venda de coisa móvel, a operação só se aperfeiçoa com tradição, nos termos dos arts. 1.226 e 1.267 do Código Civil. Nesse sentido, é sobre as operações em que há efetiva transação envolvendo divisas que o Estado impõe essas condicionalidades para controle e fiscalização. As operações registradas em contratos

⁵⁴ Atualmente, a norma que rege essas operações é a Circular nº 3.691, de 16 de dezembro de 2013. O RMCCI substituiu a Consolidação das Normas Cambiais (CNC), editada pelo BACEN. Essas normas têm por base a Lei nº 4.131/1962.

de câmbio pressupõem a existência de um fluxo cambial. Essas operações não têm necessariamente que ser liquidadas à vista, mas, pelos motivos que veremos a seguir, essa é a tendência.

Essas determinações relacionadas à forma dos contratos de câmbio não são exigidas em operações em que não exista fluxo de divisas. No mercado futuro e de derivativos é comum que possam haver operações que tem base no câmbio, mas que justamente não exigem esse tipo de fluxo. É o caso, por exemplo, de uma instituição financeira que opera no mercado *spot*, mas pretende se proteger de um risco cambial realizando uma operação de *hedge*. O produto dessa operação pode ser pago em Reais dentro do Brasil, ainda que seu lastro seja uma operação tipicamente de câmbio. Da mesma forma, podem ser feitas operações de *swap*, de opções, ou operações meramente especulativas *onshore*, baseadas na variação cambial e liquidadas em Real. Mesmo *offshore*, é possível realizar operações que levem em consideração a flutuação cambial do Real, ainda que o objeto dessas operações sequer seja denominado em Reais, como é o caso dos contratos de *non-deliverable forward* (NDF).

Essas operações em mercados futuros e de derivativos, por não criarem fluxos de divisas, não estão sujeitas à edição de contratos de câmbio como os descritos anteriormente, mas pressionam a formação da taxa de câmbio na medida em que estabelecem posições compradas e vendidas em câmbio, interferindo na dinâmica da oferta e procura por moeda e divisas. Ademais, para realizar operações em mercados futuros ou derivativos, seja nas Bolsas de Valores ou em mercados de balcão, não há qualquer exigência de autorização por parte do BACEN. O RMCCI não alcançava e até hoje a Resolução que o substituiu não alcança esse conjunto de operações (ROSSI, 2016, p. 101).

É essa assimetria regulatória que faz com que, na prática, só sejam feitos contratos de câmbio para as operações *spot*. Qualquer operação futura ou envolvendo derivativos costuma ser feita em duas etapas: uma no mercado futuro, menos regulado; e outra no mercado *spot*, só sendo elaborado um contrato de câmbio caso essa última operação, que exige uma transação envolvendo divisas, seja mesmo indispensável.

A assimetria regulatória faz com que os mercados de câmbio futuros e de derivativos sejam muito mais líquidos que o mercado de câmbio *spot*. A assimetria regulatória gera uma

assimetria de liquidez⁵⁵ e por conta dessa assimetria de liquidez, a taxa de câmbio se forma primeiro no mercado futuro e é transmitida para o mercado à vista através de uma operação de arbitragem, cujo termômetro é o chamado “cupom cambial”, que consiste em uma variável dependente da taxa de juros em Dólar do mercado brasileiro (ROSSI, 2016, p. 149-150).

Essa arbitragem é realizada especialmente pelos bancos e instituições financeiras (ROSSI, 2016, p. 151) e seu veículo principal são as chamadas operações de linha, que consistem em canais de financiamento em Dólar dos bancos domésticos com bancos no exterior, geralmente sucursais. As operações de linha têm a característica de serem as únicas operações de câmbio entre residentes e não residentes que não exigem contrato de câmbio. (ROSSI, 2016, p. 96).

São essas justamente as operações utilizadas para determinar-se a taxa média de câmbio Real/Dólar divulgada pelo Banco Central do Brasil (PTAX). Na maior parte do período relevante para este trabalho, a metodologia para apuração da PTAX foi regida pela Circular BACEN nº 3.372, de 12 de dezembro de 2007, substituída pela Circular BACEN nº 3.506, de 23 de setembro de 2010, que alterou a metodologia de cálculo da PTAX a partir de 1º de julho de 2011. Comum a ambas as normas é a previsão de que são as instituições financeiras credenciadas para realizar operações de compra e venda de moeda estrangeira com o BACEN (*dealers*) as responsáveis por informar a autoridade sobre a taxa em que é negociada a moeda estrangeira para que a autoridade possa realizar o cálculo da PTAX, demonstrando que a formação da taxa de câmbio se dá fora do âmbito das operações que exigem registro no BACEN na forma de um contrato de câmbio.

É nesse ponto que se apresentam as maiores dificuldades para a gestão da política cambial por parte do governo e da autoridade monetária, no sentido de manter o câmbio fluando em um patamar adequado aos objetivos políticos do Brasil. Os bancos e instituições financeiras possuem um papel fundamental na determinação da taxa de câmbio uma vez que eles precificam a moeda de acordo com sua estratégia referente à sua posição de câmbio⁵⁶ – se vendidos ou comprados em moeda estrangeira –, ou seja, o ajuste da taxa

⁵⁵ ROSSI (2016, p 105) aponta que em abril de 2013, os mercados futuros, de opções, de balcão e *offshore* respondiam por mais de 91% do volume financeiro diário do mercado de câmbio do Real.

⁵⁶ A Circular nº 3.520, de 6 de janeiro de 2011, vigente no período relevante deste trabalho, estabelecia expressamente que não havia limite para as posições de câmbio comprada ou vendida dos bancos, prevendo apenas um recolhimento de compulsório sobre a posição comprada quando ultrapassados determinados limites

de câmbio é controlado pelas instituições financeiras com maior capacidade de gerar fluxos financeiros, observando apenas suas estratégias provadas em relação aos outros bancos e aos clientes (ROSSI, 2016, p. 99).

A regulação feita por meio do RMCCI, portanto, não incidia sobre a formação de preços do câmbio no mercado futuro e também não era capaz de influenciar a arbitragem que subordinava a taxa de câmbio à vista à dinâmica do mercado futuro. Dessa forma, o RMCCI e os contratos de câmbio tinham pouca serventia para apoiar a política cambial e a política monetária. É por conta disso que, a intervenção do BACEN no câmbio quando da Grande Recessão foi muito mais no sentido de utilizar reservas cambiais e intervir nos mercados interbancários com leilões de câmbio e nos mercados futuros e derivativos com leilões de *swaps* cambiais do que no sentido de uma ação regulatória sobre os contratos de câmbio.

Dessa forma o canal da taxa de câmbio tem papel relevante no controle da inflação e na consecução dos objetivos da política monetária, mas o governo e autoridade monetária dependem de fatores fora de seu comando na gestão da política cambial. Em grande medida, o que dificulta a ação das autoridades nesse campo são aspectos ligados à natureza jurídica e à regulação das operações.

Uma última limitação estrutural ligada ao regime monetário de metas de inflação no Brasil são as dúvidas que têm sido levantadas, no Brasil e no exterior, em relação às bases teóricas desse regime. Esses questionamentos passaram a ganhar mais destaque a partir da Grande Recessão e partem de economistas associados a diversos espectros e escolas de pensamento.

Em primeiro lugar, cabe recordar que, com a adoção do regime monetário de metas de inflação, a Selic converteu-se no instrumento de política monetária por excelência. Já mencionamos, na nota de rodapé nº 14, que a Selic é a taxa de juros que remunera os títulos públicos federais, mas, na política monetária, ela consiste em uma meta de taxa de juros interbancária, ou seja, o BACEN atua no mercado interbancário de modo que a taxa de juros desse mercado tenda a ser a Selic. Também como já citado anteriormente, para além do poder de emissão e do dever de regulação, a atuação da autoridade com mandato para

prudenciais. A Circular nº 3.548, de 8 de julho de 2011, trouxe determinação semelhante em relação às posições vendidas.

executar a política monetária se dá basicamente através de três instrumentos: depósitos compulsórios; redescontos; e operações no mercado aberto (*open market*).

Para a adequação da taxa de juros interbancária à Selic, o BACEN executa principalmente operações de *open market*. GUDIN (1943) assim explica o efeito dessas operações:

“Quando o Banco Central intervém *de sua própria iniciativa* no mercado, para comprar títulos, êle aumenta as disponibilidades de reserva dos bancos particulares e favorece a expansão do crédito. Quando, ao contrário, vende títulos no mercado e recolhe dinheiro, êle diminui as reservas dos bancos e contrai o volume do crédito”⁵⁷ (p. 325 – grifos do autor).

Para que as operações de *open market* possam ser feitas, basta que haja um mercado de títulos públicos estruturado. É dessa forma que a autoridade coordena as taxas de juros e busca controlar a inflação de modo de alcançar a meta estabelecida pelo COPOM.

A escolha pela atuação no *open market* como método preferencial de atuação não se dá por acaso. COZER (2006) aponta que:

“[D]iversas vantagens justificam a preferência pelo instrumento como método para o controle da oferta monetária, em especial quando se buscam efeitos no curto prazo. A primeira vantagem consiste em que, diversamente das operações de redesconto, nas quais a atuação do banco central é *passiva*, nas intervenções em mercado aberto a autoridade monetária assume postura *ativa*, promovendo leilões e controlando os volumes ou os preços negociados. Em segundo lugar, o grau de precisão e a flexibilidade do instrumento conferem-lhe razoável âmbito de atuação, que oscila entre pequenas correções e interferências substanciais. Uma terceira vantagem reside na reversibilidade das operações: compras e vendas de títulos em volume superior ou inferior ao recomendável podem ser facilmente desfeitas por operações no sentido inverso. Por fim, o instrumento é muito ágil: sua utilização ocorre a qualquer momento, por decisão da autoridade monetária, sem a necessidade de alterações em normas e em regulamentos” (p. 44).

O método de controle e ajuste da taxa de inflação através do manejo da taxa de juros tem algumas raízes teóricas que orientam a ação de agentes públicos, inclusive os brasileiros. São teorias a que a burocracia do BACEN faz referência e consistem em um dos pontos que informam e fundamentam a atuação da autoridade brasileira.

Na coordenação da taxa de inflação a partir do uso de operações de *open market*, a referência original mais imediata é o trabalho que TAYLOR (1993) desenvolveu a partir da observação da atuação do FED. O autor percebeu que a atuação supostamente discricionária

⁵⁷ BALEEIRO (2001, p. 479) também reproduz o mesmo trecho ao tratar das operações de *open market*.

do FED na política monetária surpreendentemente se adequava a uma regra matemática (TAYLOR, 1993, p. 202).

Da contribuição feita no artigo, derivou uma regra com formalização matemática, mas que se traduz também em um princípio. De acordo com o Princípio de Taylor, o coeficiente correspondente à resposta da taxa de juros a desvios das expectativas de inflação em relação à meta deve ser maior que um: desvios positivos da inflação em relação à meta devem ser respondidos com uma taxa de juros real maior (CARVALHO & MINELLA, 2001, p. 213).

Quer dizer, para controlar a inflação, o módulo da variação da taxa de juros deve ser maior que o módulo da variação da inflação. No mesmo sentido, SAYAD (2015), ao explicar como funciona o regime monetário de metas de inflação no Brasil, afirma que “determinada a taxa de inflação esperada, usa-se a regra de Taylor. A taxa de juros tem que subir muito mais do que a taxa de inflação para que a inflação atinja a meta prometida pelo Banco Central” (p. 242). Mais precisamente, a autoridade monetária brasileira aplica uma regra de taxa de juros *à la* Taylor com um componente de suavização (MINELLA & SOUZA-SOBRINHO, 2011, p. 67).

Mais importante é que a própria regra de Taylor e seu princípio foram desenvolvidas com base na discussão de um determinado referencial. Em seu artigo, TAYLOR (1993, p. 196) busca, na verdade, engajar-se em uma discussão com a teoria das expectativas racionais.

Apresentada por LUCAS & SARGENT (1979), a teoria das expectativas racionais introduzia uma série de ideias radicais nas ciências econômicas, pressupondo que “os agentes façam o melhor uso possível das informações limitadas que possuem e que conheçam as distribuições de probabilidades objetivas pertinentes” (pp. 8-9). Dessa forma, assumia-se que os agentes, observando, por exemplo, uma ação política, passariam a atuar de acordo com as consequências esperadas dessa ação antes mesmo dessas consequências se produzirem, tendendo a tornar a ação ineficaz.

A partir dessa teoria, temos que “as políticas monetária e fiscal se tornam inócuas, isto é, não afetam o andamento da economia” (SAYAD, 2015, pp. 69-70).⁵⁸ O pressuposto das expectativas, segundo SAWAYA (2017, p. 65), impediria “o Estado de sequer ‘imaginar’ políticas econômicas”.

TAYLOR (1993, p. 196) mostra uma visão menos fatalista e reconhece que “expectativas racionais não implicam a ineficácia da política monetária”, advogando que, ao propor uma regra para a condução dessa política, ele lhe rende credibilidade, que vem acompanhada de benefícios empiricamente significativos⁵⁹. A pretensão do autor é dar efetividade à política monetária fazendo com que ela pudesse coordenar não as taxas de inflação, mas as expectativas em relação a essas taxas.

É justamente esse o fundamento que coloca o mecanismo de levantamento de expectativas como elemento do regime monetário de metas de inflação no Brasil. Para tanto, quando da introdução do regime de metas:

“o Banco Central passou a realizar uma pesquisa de opinião com analistas de bancos (Boletim Focus, divulgado toda segunda-feira na sua página eletrônica) para apreender as expectativas dos ‘agentes racionais’, que se constituiu num dos principais parâmetros para as decisões da política monetária” (CINTRA, 2005, p. 44).

Foi com isso em mente que a autoridade monetária brasileira passou a adotar um modelo econométrico para cálculo das previsões resultantes de possíveis medidas a serem praticadas, bem como para tentar antecipar o comportamento de curto prazo dos agentes

⁵⁸ SAYAD (2015, p. 70) traz os seguintes exemplos sobre políticas fiscal e monetárias: “Se o governo reduzir impostos, os contribuintes sabem que no futuro os impostos terão que ser aumentados novamente e aumentam a taxa de poupança hoje para fazer os pagamentos do imposto maior no futuro. (...) Na política monetária, um aumento percebido ou anunciado da oferta de meios de pagamento gera reações imediatas dos trabalhadores, que exigem correção dos salários nominais, e dos empresários, que reajustam preços nominais, pois sabem que haverá inflação”.

⁵⁹ GOMES & BRITO (2003, pp. 335-336) trabalham o papel da credibilidade: “o comportamento do setor privado depende do curso presente e do curso esperado da economia, o que torna relevante a credibilidade da PM [política monetária]. Assim, autoridade monetária que reconhece o caráter *forward-looking* do setor privado deveria notar que a evolução das variáveis-objetivo da economia não depende somente das ações correntes mas, também, da expectativa futura do setor privado em relação às atitudes dos formuladores de políticas econômicas. Desta maneira, um resultado mais desejável pode ser alcançado se as expectativas do setor privado ajustarem-se, de modo apropriado, aos choques observados na economia. No entanto, não faz sentido o BC [Banco Central] supor que tem poderes de manipular as expectativas através de anúncios de intenções não relacionadas com o que ele realmente fará no futuro, pois a otimização pretendida pela AM [autoridade monetária] dependerá da credibilidade de seus comprometerimentos ao comportamento futuro tendo em vista, também, suas atuações passadas”.

diante dessas medidas. Esses modelos informariam o COPOM no momento de tomada de decisão em relação à Selic (CAMPEDELLI, 2017, p. 84).

Segundo o Relatório de Inflação do BACEN de setembro de 2015 (p. 95), no período relevante para esse trabalho, os principais modelos apresentados nas reuniões do COPOM eram os modelos de Vetores Autorregressivos (VAR). A partir de agosto de 2011, as simulações de cenários teriam passado a ser realizadas com base no modelo denominado *Stochastic Analytical Model with a Bayesian Approach* (SAMBA), que consiste em um modelo Dinâmico Estocástico de Equilíbrio Geral (DSGE). Os modelos econométricos adicionam objetividade às decisões econômicas, mas nem por isso deixam de estar sujeitos a constante escrutínio. Como seu objetivo é formular sobre e tornar manejável uma realidade complexa, evidentemente os modelos sempre têm espaço para tornarem-se mais completos e descreverem melhor aquilo que representam.

Sobre os modelos VAR, no relatório de inflação de junho de 2004 (p. 106), o BACEN explica que:

“os modelos VAR examinam relações lineares entre cada variável e os valores defasados dela própria e de todas as demais variáveis, impondo como restrições à estrutura da economia somente: a escolha do conjunto relevante de variáveis e do número máximo de defasagens envolvidas nas relações entre elas. Nos modelos VAR, o número de defasagens é normalmente escolhido com base em critérios estatísticos”

Os modelos VAR são modelos matemáticos construídos a partir de estatísticas nos quais todas as variáveis consideradas são endógenas. Considera-se que todas as variáveis concorrem para definir a tendência futura e são utilizados o máximo possível de dados do passado para estruturar as previsões quanto ao futuro. A inflação passada se torna, segundo esses modelos, o maior indício da tendência da inflação futura.

Um modelo assim construído tende a apontar tendências estáveis e estacionárias. Mesmo as variáveis não estacionárias destes modelos teriam que ser previstas ou artificialmente adicionadas. Entretanto, esse tipo de variação muitas vezes deriva de uma crise ou outro tipo de desequilíbrio pouco previsível, que pode originar-se a partir de diversos canais da economia.

MINELLA & SOUZA-SOBRINHO (2011) elencam as deficiências que entendem haver nos modelos VAR, empregados pelas autoridades monetárias brasileiras:

“Modelos estatísticos como os VARs têm duas limitações importantes para quantificar os canais de transmissão monetária. Primeiro, eles descrevem somente os efeitos agregados das inovações de política monetária. Em geral, esses métodos não são capazes de desvendar os vários canais pelos quais a política monetária afeta as decisões dos agentes econômicos. Segundo, eles não fornecem uma história econômica coerente para a magnitude, forma e *timing* das funções de resposta a impulso” (p. 53).

Diante disso, o BACEN buscou construir um modelo que fosse matematicamente mais robusto e que superasse as limitações dos modelos VAR. Dessa forma, o SAMBA foi desenvolvido para esses fins e, conforme mencionado acima, passou a ser utilizado nas reuniões do COPOM em agosto de 2011, em período posterior portanto ao que este trabalho faz referência.

No entanto, a adoção de um modelo DSGE por parte do BACEN de fato não solucionou todos os problemas dos modelos anteriores, dado que esse tipo de modelo também padece de limitações estruturais tão relevantes quanto as dos modelos VAR para a análise que pretendemos fazer. Isso se dá porque os modelos DSGE não são um aperfeiçoamento dos modelos VAR. Na realidade, eles partem de pressupostos diversos. Assim, mesmo sendo mais sofisticados do ponto de vista formal matemático, os modelos DSGE apresentam vulnerabilidades em outros sentidos.

O ponto mais notável que diferencia os modelos é que, ao contrário dos modelos VAR, nos modelos DSGE não há dependência da inflação passada nem inércia na inflação. Nesses modelos “são as expectativas sobre o futuro que afetam o nível de atividade hoje” (LARA-RESENDE, 2017, p. 63). Sobre os modelos DSGE, HENDRY & MIZON (2014) argumentam que “implicitamente, essa formulação presume que alguma forma de estacionariedade provém do simples ato de desvincular as variáveis de suas tendências anteriores”. No entanto, ainda segundo HENDRY & MIZON (2014):

“Na maioria das economias, as alocações estruturais podem mudar inesperadamente. Isso vicia qualquer presunção de estacionariedade. (...) a base matemática de um modelo DSGE falha quando as alocações mudam (...). Os agentes econômicos são afetados e percebem tais mudanças. Eles conseqüentemente mudam seus planos e, talvez, o modo como eles formam suas expectativas. Quando eles fazem isso, eles violam as principais presunções nas quais os modelos DSGE são construídos”.

Dessa forma, diante das alterações no comportamento dos agentes e, conseqüentemente, das alocações em um caso de desequilíbrio, nem mesmo a utilização de um modelo DSGE por parte do COPOM poderia contornar as insuficiências dos

instrumentos de política monetária e cambial tradicionalmente aplicados desde a adoção do tripé macroeconômico. Os modelos seguiriam apontando previsões diversas do que seria visto na prática em termos de inflação.

O que ocorre no sistema financeiro do mundo todo a partir de 2008 é justamente o tipo mais dramático de desequilíbrio que foge aos padrões previstos nas modelagens. O que a autoridade monetária e o governo brasileiro encontraram quando chegaram os efeitos da Grande Recessão foi um sistema com procedimentos bem normatizados, mas que, por circunstâncias estruturais, se mostrou pouco apto a fazer frente à crise.

O regime monetário de metas de inflação no Brasil limitou a política monetária a um instrumento principal que é o manejo da Selic, mas mesmo este manejo está sujeito a normas e procedimentos que dificultam que ele seja feito de maneira efetiva em casos de crise. O índice de inflação a ser coordenado pela Selic tem por base uma cesta de produtos pré-determinada e pouco real; esse índice não abarca preços importantes, como a taxa de câmbio e preços financeiros, que não entram na cesta de produtos estimada; a formação da taxa de câmbio se dá, em grande medida, em um espaço sobre o qual a autoridade monetária tem pouco controle ainda que a flutuação do câmbio seja “suja”, dado que muitas operações fundamentais para a determinação da taxa de câmbio não demandam a edição e registro de contratos de câmbio; finalmente, modelos que ajudariam a calibrar a Selic a fim de captar os efeitos das variações de preços em espaços não alcançados pelo IPCA dependem de expectativas que não se realizam quando há desequilíbrios e imprevistos, tornando os modelos pouco úteis em momentos de crise.

Por conta disso, o quadro normativo legado pela adoção do tripé macroeconômico desde 1999 não foi suficiente por si só para lidar com os efeitos da Grande Recessão no Brasil a partir de 2008. Com esses instrumentos de política monetária e cambial e as formas juridicamente determinadas para informar sua ação, o BACEN e o CMN não tinham subsídios para dar conta de enfrentar os efeitos da crise, restando a eles imporem, no máximo, algumas disposições regulatórias e manejarem a Selic e as reservas cambiais do BACEN.

Foi isso que demandou que a atuação do Estado brasileiro na reação à crise tivesse que se dar de forma institucionalmente fragmentada. Alterações legislativas, medidas de gestão de fluxos de capital e incentivos ao crédito tiveram que ser adotadas em um espaço

institucional alheio ao BACEN e ao CMN, que detêm efetivamente o mandato para regular o preço da moeda. Foram mobilizados nesse sentido o BNDES, o BB, a CEF, a STN, e mesmo a Presidência da República, que atuou por via da edição de Medidas Provisórias.

A crítica que apresentamos em relação ao regime monetário de metas de inflação encontra respaldo na literatura especializada. CAMPEDELLI (2017, p. 87) explica que “a principal crítica que o regime de metas de inflação recebe dos economistas heterodoxos é em relação à caracterização que este dá à inflação. Segundo a teoria por trás do regime, toda a inflação é um fenômeno oriundo de uma demanda demasiadamente aquecida”. O autor chama atenção que o uso de um índice leva à desconsideração da inflação de preços como salários e lucros. Nos referimos aqui a como o regime adotado no Brasil falha em assimilar as variações da taxa do câmbio e dos preços financeiros, que, como demonstramos, influenciam a inflação.

Mesmo entre economistas mais ligados à ortodoxia, o regime monetário de metas de inflação não é imune a críticas contundentes. FRANKEL (2009, p. 15), ao criticar de maneira geral o regime monetário de metas de inflação, mira os economistas que declaravam que “os bancos centrais devem essencialmente não prestar atenção aos preços dos ativos, à taxa de câmbio ou aos preços de exportação, exceto na medida em que são os precursores da inflação”, algo semelhante à atuação do BACEN na Grande Recessão. Muito antes da crise, BERNANKE & MISHKIN (1997) defendiam que uma atuação condizente com um regime de metas de inflação poderia ser adotada por autoridades monetárias, mas melhor seria que essa adoção não se desse por conta da existência de uma norma rígida, permitindo que a autoridade monetária pudesse ter maior flexibilidade em momentos de choque, devendo retomar os expedientes de meta de inflação após a adequação da economia ao desequilíbrio⁶⁰.

⁶⁰ Os autores trazem ao menos uma referência mais explícita a essa alternativa: “a própria meta de inflação pode ser e tipicamente é definida como algo da qual, no mínimo, escapam os primeiros efeitos de alguns choques de oferta importantes, como mudanças nos preços de alimentos e energia ou nos impostos sobre valor agregado; o uso de intervalos de metas para inflação oferece flexibilidade adicional. Cláusulas de fuga, que permitem ao banco central mudar suas metas de médio prazo em resposta a grandes mudanças, são outra possibilidade”. (BERNANKE & MISHKIN, 1997, p. 107).

CAPÍTULO V - Questões institucionais

8. Condicionantes externos

A história das políticas monetária e cambial brasileiras caminha paralelamente à história das condições sistêmicas impostas ao seu desenvolvimento e exercício. O que variou foi a intensidade com que governos estrangeiros, instituições multilaterais e investidores privados puderam influenciar decisivamente no quadro normativo e institucional de um país periférico ao longo do século passado. Nas últimas décadas, o que se viu no nível sistêmico foi o predomínio político dos interesses do setor financeiro e da consequente construção daquilo que chamamos de neoliberalismo, mas nem sempre foi esse o quadro. Nesta seção, buscaremos entender como se deu esse processo focando no período desde o pós-guerra.

Uma das figuras centrais nessa história são as OIGs. Essas organizações podem ser definidas como grupos políticos formados por Estados e/ou por outras OIGs para cumprir uma tarefa. As OIGs podem variar de acordo com seu escopo, que pode ser mais amplo ou mais restrito, e de acordo com seus membros, que podem ser regionais ou globais. As OIGs podem ser dotadas de uma personalidade jurídica de Direito Público Internacional, permitindo que elas se administrem com base em seus próprios estatutos e regimentos, bem como atuem em nome próprio nos campos apropriados. Essas organizações normalmente decorrem de instrumentos de direito internacional público, tais como tratados internacionais, assinados e ratificados pelos membros da OIG.

A criação de OIGs com personalidade jurídica ganhou força no final da Segunda Guerra Mundial, gerando as OIGs mais proeminentes que operam ativamente até hoje. Vale a pena mencionar, por exemplo, o FMI e o BIRD, ambos fundados em 1944, por ocasião da estruturação do sistema de Bretton Woods; a ONU, fundada em 1945; e a Organização Mundial do Comércio (OMC), fundada em 1994, sucedendo o Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio (GATT, na sigla em inglês), de 1947. Embora essas OIGs afetem fortemente os termos das relações internacionais nos dias de hoje, sua estrutura de governança ainda reproduz o status do equilíbrio de poder da época de sua fundação, expondo-as a questionamentos sobre sua adequação para lidar com as questões atuais por motivos que procuraremos esclarecer neste capítulo.

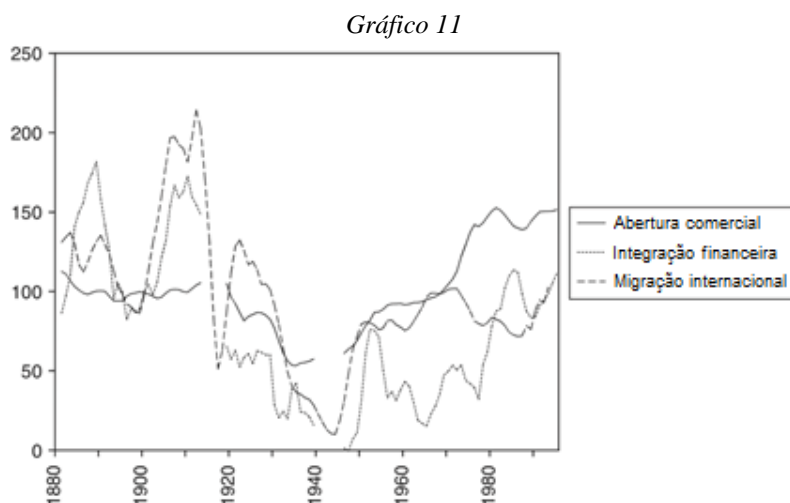
Um tipo particular de OIG são as que tem seu escopo restrito a questões econômicas. Organizações desse tipo são conhecidas como IFIs e seus principais exemplos são

justamente o FMI e o BIRD mencionados acima. Cada uma dessas instituições foi projetada visando uma meta específica: o BIRD foi criado para fornecer recursos financeiros para a reconstrução de países após a Segunda Guerra Mundial e mais tarde se tornou uma fonte de financiamento de projetos para seus países membros. O FMI, por sua vez, foi organizado para fornecer liquidez a seus membros sempre que enfrentassem desequilíbrios em seu balanço de pagamentos e para criar mecanismos de cooperação internacional na administração do sistema financeiro global.

Mais do que auxiliar um ou outro país, o objetivo do FMI em particular era preservar a estabilidade do sistema monetário e do mercado financeiro internacional, impondo limites ao câmbio e concedendo empréstimos aos seus países membros. SAYAD (2015) assim explica a função original da IFI:

“O FMI estava e está encarregado de manter o bom funcionamento do mercado financeiro internacional. Nesse mercado, temos devedores e credores soberanos, isto é, devedores e credores cujas obrigações financeiras não podem ser resolvidas num tribunal. O tribunal do país A não pode fazer o país B honrar suas dívidas, obrigando-o a entregar garantias (confiscando um pedaço do território?, sequestrando um avião no aeroporto do país credor?). Por isso o FMI está encarregado de avaliar as dívidas externas dos diversos países e oferecer financiamento em momentos de dificuldade” (p. 266).

A criação dessas entidades se deu em um momento muito particular. Como pode ser visto no gráfico abaixo, os sinais mais notórios de integração econômica caíram duramente nos anos que antecederam a Segunda Guerra Mundial e permaneceram em seus níveis mais baixos durante o conflito:



Migração, integração financeira e abertura comercial, 1880-1996 (indexado 1900 = 100)
 Extraído de BROADBERRY & O'ROURKE, 2010

Devido a transformações na estrutura de produção causadas pela crise de 1929 e pela Guerra, juntamente com razões preexistentes, como o colapso final do Padrão-Ouro durante a década de 1920, todo o sistema internacional de comércio e finanças centrado na Europa estava enfrentando uma turbulência devastadora. A dinâmica do sistema monetário internacional foi completamente alterada nesse período e, tendo isso em mente, “quando, no pós-guerra, os planejadores voltaram a contemplar a reconstrução do sistema internacional, eles procuraram estabelecer uma estrutura capaz de acomodar as mudanças nessas condições” (EICHENGREEN, 2012, p. 130).

Essa reconstrução foi negociada na Conferência Monetária e Financeira das Nações Unidas, realizada no Hotel Mount Washington, em Bretton Woods, New Hampshire, em julho de 1944. A conferência se tornou amplamente conhecida como as *conferências de Bretton Woods* e estabeleceu um conjunto de entendimentos sobre comércio internacional e relações financeiras. A fim de preservar os compromissos assumidos durante a conferência, um Acordo foi assinado, dando personalidade jurídica de Direito Internacional Público ao FMI e ao BIRD.

Além da criação das duas IFIs, procurou-se estabelecer um sistema de comércio mundial baseado em taxa cambiais estáveis, tendo início um regime cambial de paridades fixas, ainda que ajustáveis, não mais atrelado ao ouro ou à Libra Esterlina, mas sim ao Dólar americano (OLIVEIRA, 2009, pp. 97-98). As conferências de Bretton Woods foram um dos momentos que marcaram a consolidação da hegemonia americana no pós-guerra e a centralidade que ganhou o Dólar no comércio internacional é parte desse fenômeno. Os EUA detinham 70% de ouro ao final da Segunda Guerra (OLIVEIRA, 2009, p. 99) e garantiram que manteriam uma paridade segundo a qual 35 Dólares seriam equivalentes a uma onça *troy* de ouro. Todos os demais países deveriam manter uma paridade entre suas próprias moedas e o Dólar, seguindo a determinação que constava do Artigo IV, seção 1, (a), do estatuto (*Articles of agreement*) do FMI.

A partir dessa posição, durante décadas, os EUA utilizaram de seu poder de senhoriação para cobrir os déficits com uma política monetária expansionista. Foi nesse contexto que os EUA lançaram mão de instrumentos como o recém criado BIRD e o Plano Marshall para realizar maciças injeções de capital a fim de financiar a reconstrução dos países europeus e do Japão depois da Guerra.

O fornecimento de auxílio financeiro às nações em reconstrução encontrava eco em muitas fontes. A ideia de encorajar empréstimos para reconstrução pode ser vista na obra “As consequências econômicas da paz”, escrita por KEYNES (1919), que participou das Conferências de Bretton Woods na delegação do Reino Unido. No trabalho, ele se refere aos grandes riscos sociais associados à privação econômica:

“A privação econômica evolui a passos lentos, e enquanto os homens a sofrem pacientemente, o mundo exterior se importa pouco. A eficiência física e a resistência à doença diminuem lentamente, mas a vida prossegue de algum modo, até que o limite da resistência humana é finalmente alcançado e os conselhos de desespero e loucura despertam os sofrendores da letargia que precede a crise. Então o homem se sacode e os laços do costume são soltos. O poder das ideias é soberano, e ele ouve qualquer instrução de esperança, ilusão ou vingança que lhe é levada no ar”. (Keynes, 1919, pp. 118-119)

Em oposição a esse processo de empobrecimento, ele defendia empréstimos como um mecanismo para preservar a estabilidade e a paz:

“Desta forma, a Europa poderia estar equipada com a quantidade mínima de recursos líquidos necessários para reavivar suas esperanças, renovar sua organização econômica e permitir que sua grande riqueza intrínseca funcione para o benefício de seus trabalhadores” (Keynes, 1919, p 138).

Neste tópico as ideias de Keynes foram referendadas em Bretton Woods e o BIRD foi moldado para desempenhar esse papel como o banco de reconstrução. Anos mais tarde, em face das demandas de movimentos de independência do pós-guerra na África e Ásia – amplificadas pela ocorrência da Conferência de Bandung em 1955 – a estrutura e o escopo do BIRD passaram por uma grande mudança para absorver elementos relacionados à luta contra pobreza. Em 1960, preocupações sociais relativas à “implementação de programas de desenvolvimento sustentável e redução da pobreza foram incluídas no escopo do Banco Mundial” (PECEQUILO, 2012, p. 362).

Nesse contexto, os países integrados às economias centrais dispunham de um volume relevante de recursos para financiamento que estavam disponíveis em OIGs multilaterais de grande porte ou em iniciativas políticas como a do Plano Marshall, não dependendo, portanto, de uma abertura acentuada ao fluxo de capitais mais voláteis. Mesmo o Brasil tomou parte desse processo, sendo notáveis os exemplos da Missões Cooke, de 1942, e Abbink, de 1948, bem como da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos, que operou entre os anos de 1951 e 1953, captando recursos do Banco Mundial e do Eximbank dos EUA para aplicação em projetos no Brasil. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico

(BNDE)⁶¹ foi criado pela Lei 1.628, de 20 de junho de 1952, justamente para gerir recursos e contribuir nesse processo.

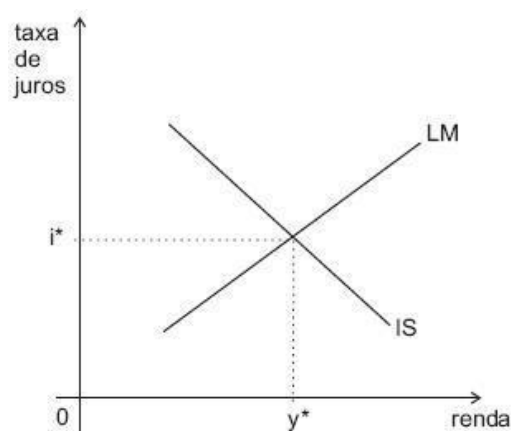
Ao mesmo tempo que as moedas nacionais encontravam referência no Dólar americano os países tinham independência em relação aos fluxos de capital, dando-lhes liberdade para manejar sua política monetária. Dessa forma, era possível que se preservar um câmbio competitivo em relação ao Dólar no longo prazo conjugado a um nível de atividade econômica que permitia a manutenção do pleno emprego.

Por isso, no campo teórico, o modelo econômico mais aplicado era o IS-LM (*Investment Saving-Liquid preference Money Supply*), que foi proposto por HICKS (1937) e sintetizava as ideias que KEYNES havia apresentado na Teoria Geral do emprego do juro e da moeda. SAYAD (2015) explica que, no modelo de HICKS:

“A teoria keynesiana é analisada com base em um modelo de equilíbrio geral em diferentes mercados. A economia é composta de três mercados: o mercado de produtos, o PIB, o mercado da moeda e o mercado de trabalho. O desequilíbrio em um desses mercados representa desequilíbrio em outro. Vale a lei de Walras: a soma dos desequilíbrios é igual a zero. (...) E o desequilíbrio desses mercados pode ser resolvido por variações nos preços de cada um: variações nas taxas de juros, no salário nominal ou no nível geral de preços” (p. 22).

O esquema IS-LM resume os pontos de equilíbrio conjunto do lado monetário (curva da função LM) e do lado real da economia (curva da função IS), entre a taxa de juros e o nível de renda nacional (VASCONCELLOS, 2007, pp. 322-323). Taxa de juros (i) e renda (Y) são os eixos do gráfico:

Gráfico 12



Modelo IS-LM

⁶¹ A instituição só passa a ter a denominação BNDES a partir da edição do Decreto-Lei nº 1.940, de 25 de maio de 1982, que prevê a alteração em seu art. 5º.

Era um modelo adequado às condições econômicas da época e utilizado para informar as decisões de política monetária. “A teoria keynesiana e a interpretação neoclássica tratam de uma economia fechada, isto é, de uma economia com pouca mobilidade de capital financeiro entre diferentes países, na qual importação e exportação são deixadas de lado” (SAYAD, 2015, p. 21). No modelo da economia keynesiana, os Estados e autoridades monetárias têm controle dos elementos que influenciam a função LM, podendo utilizar a oferta de moeda para mover essa curva no curto prazo e, assim, determinar a taxa de juros, exercendo política monetária.

Os Bancos Centrais detinham, juridicamente, o monopólio da emissão de moeda. Além disso, instrumentos de regulação bancária exigiam que os bancos comerciais mantivessem em caixa uma fração dos depósitos neles realizados (q). Isso garantia que o Estado controlasse a oferta de moeda, dado que a soma (S) entre a moeda emitida pelo Banco Central (a) e o crédito concedido pelos bancos comerciais formariam uma progressão geométrica de razão menor que um e teria o seguinte formato:

$$S = \frac{a}{1 - (1 - q)}$$

Isto é, no lado da oferta, a base monetária seria sempre um múltiplo conhecido da quantidade de moeda emitida pelo Banco Central. Por sua vez, a demanda por dinheiro é mais ou menos constante no tempo.

Era com essa capacidade de exercer influência direta sobre os agregados monetários em economias fechadas que os países fixavam suas taxas de câmbio em relação ao Dólar em patamares que lhes permitiam ser competitivos e acumular reservas. Eram os próprios Estados emissores que detinham o controle tanto do valor doméstico quanto da taxa de câmbio de suas moedas e podiam vincular suas políticas monetárias e cambiais a objetivos econômicos e estratégicos de longo prazo.

Com as economias dos países centrais já reestruturadas, eles passaram “a realizar crescentes excedentes comerciais frente aos EUA, cujo déficit comercial alimentou, em termos de liquidez monetária, o crescimento econômico das nações superavitárias que, por seu turno, tinham as próprias moedas desvalorizadas frente ao dólar americano, num regime de taxas de câmbio fixas” (OLIVEIRA, 2009, p. 99). Os Bancos Centrais europeus mantinham ainda grandes reservas de dólares (Eurodólares) a fim de não permitir as flutuações das próprias unidades monetárias, o que prejudicaria as exportações (OLIVEIRA,

2009, p. 100). Esse arranjo durou cerca de três décadas e proporcionou um crescimento econômico tão vigoroso para as economias integradas, particularmente os Estados europeus e o Japão, que inspirou FOURASTIÉ (1979) a cunhar a expressão “Trinta Gloriosos” para referir-se ao período.

A partir da sua posição privilegiada no centro desse sistema, os EUA também obtinham ganhos de outra ordem, operando-o. A gestão do Plano Marshall, que forneceu recursos para a reconstrução da Europa, por exemplo, deu motivo para a criação de outra OIG a partir de 1948, a Organização Europeia de Cooperação Econômica (OECE), sucedida pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) em 1961, esta última contando com a presença dos EUA.

De acordo com LIM & VREELAND (2013, p. 34), “a força econômica muitas vezes se traduz em poder político no cenário internacional, e a ajuda externa às vezes serve como uma poderosa ferramenta de governo para os governos que buscam promover suas metas de política externa” (p. 34). MASSONETTO (2006) afirma que:

“O Sistema de *Bretton Woods* foi o pressuposto político da expansão material do capitalismo no século XX enquanto o padrão de financiamento público da acumulação de capital foi o seu pressuposto econômico. Ambos redundaram no modelo do bem-estar que, mais do que um compromisso de classe assentado na riqueza produzida no período, foi uma consequência do desenvolvimento das forças produtivas e do movimento de expansão do capitalismo mundial. O Sistema de *Bretton Woods*, o financiamento público do processo de acumulação e o modelo do bem-estar social formaram juntos a sustentação da ordem mundial na etapa de expansão material do capitalismo no século XX” (p.75).

Com o empenho dos EUA na sustentação desses déficits e o financiamento de conflitos relacionados com a Guerra Fria em várias partes do mundo, foi ficando claro que poderia haver um excesso na emissão de Dólares por parte dos EUA, violando o acordado em Bretton Woods em relação à paridade entre o Dólar e o ouro. A partir da década de 1960, seguindo o Presidente francês, Charles De Gaulle, líderes europeus buscaram reduzir suas reservas de dólares e ouro perante os americanos, movidos por essa desconfiança e pela intenção de obterem mais independência em relação aos EUA. Essa crise levou ao fim do arranjo.

Sintetizando o período, ROLFE & BURTLE (1975) afirmam que:

“Ambos os lados – as nações deficitárias e as superavitárias – beneficiaram-se desse relacionamento. Os benefícios para os países superavitários, os Estados europeus e o Japão, foram econômicos; os benefícios para os Estados Unidos

foram geopolíticos e estratégicos. O crescimento de economias poderosas na Europa e no Japão frustrou o avanço do comunismo e ofereceu uma forte evidência da sabedoria da hegemonia americana. Todavia, a máquina de dinheiro não podia durar muito. O ‘desequilíbrio benéfico’ entre os Estados Unidos e o resto do mundo durou até que esse desequilíbrio se tornou demasiado grande para ser suportável. Assim, rompeu-se sob os enormes fluxos de dinheiro através do mecanismo do mercado do eurodólar” (p. 14).

De fato, a partir dos anos 1960, houve desequilíbrios crescentes do balanço de pagamentos dos EUA e consequente aumento excessivo da liquidez internacional. A situação se agravou até 1971, “quando os Estados Unidos restringem a conversão de dólares em ouro aos bancos centrais de outros países, e culmina em 1973, com a flutuação da taxa cambial do dólar” (SAYAD, 2015, p. 267). A continuada desvalorização do dólar nos anos 1970 colocou em apuros a economia mundial, uma instabilidade monetária crônica que se manifestou na forma de estagflação.

Em 1976, a Segunda Emenda ao estatuto do FMI, na forma dos Acordos da Jamaica, alterou o Artigo IV do documento e formalmente encerrou o sistema de Bretton Woods ao extinguir a previsão da paridade entre as diferentes moedas nacionais e o Dólar. O estabelecimento de uma nova ortodoxia econômica, diversa do sistema de Bretton Woods, manifestou-se através de políticas públicas para combater a estagflação. Foi nos EUA e no Reino Unido que primeiro se reuniram as condições políticas para sua implantação, devido ao fracasso das políticas de reerguimento a partir da demanda, conforme o cânone da macroeconomia keynesiana que imperava nesses países até então. O processo começou a partir da guinada monetarista de Paul Volcker e desembocou na “revolução conservadora” de Margaret Thatcher e Ronald Reagan nos anos 1980 (CHESNAIS, 1999, p.17). Foi a partir disso que evoluiu o chamado neoliberalismo.

Volcker era em 1979 diretor do FED. Desde os anos 1930, os EUA afirmavam em sua política econômica os compromissos do *New Deal*, o que significava políticas monetária e fiscal keynesianas, que tinham o pleno emprego como objetivo. Esse fundamento foi abandonado por Volcker em favor de políticas desenhadas para reprimir a inflação, independentemente das consequências que isso pudesse ter no nível de emprego. A taxa de juros real, que frequentemente foi negativa durante o surto inflacionário de dois dígitos dos anos 1970 nos EUA, foi tornada positiva por decreto do FED, chegando perto de 20% em julho de 1981. Esse movimento causou uma recessão que esvaziou fábricas e quebrou sindicatos nos EUA, além de levar vários países devedores à beira da insolvência. Volcker

argumentava que essa era a única saída da crise de estagflação que caracterizou a economia americana e grande parte da economia mundial na década de 1970.

Anos mais tarde, ao contrário do que se depreendia do mecanismo de política monetária via controle de agregados monetários que descrevemos acima nesta seção, BERNANKE & MIHOV (1998, p. 888) demonstraram que a taxa de juros interbancária de curto prazo (*Fed Funds Rate*), instrumento com papel semelhante ao que a taxa Selic tem na economia brasileira, era a ferramenta de política monetária do FED de fato. No final, acabou se constatando que todos os Bancos Centrais agiam dessa forma (LARA-RESENDE, 2017, p. 55). Assim, mesmo quando os Bancos Centrais exerciam a política monetária atuando diretamente no controle dos agregados monetários, a taxa de juros era a variável mais relevante. Seguindo essa regra, foi que a Selic se tornou o instrumento central para controle da inflação no Brasil desde a adoção do regime monetário de metas de inflação.

Em 1980, Ronald Reagan venceu as eleições para a Casa Branca. Seu Governo reconheceu as medidas monetaristas de Volcker como corretas e o manteve no cargo no FED. O Governo, por sua vez, deu o apoio político necessário, através de uma maior desregulamentação, cortes de impostos, cortes no orçamento, e ataques a sindicatos e outras associações de profissionais.

Across the pond, Margaret Thatcher, Primeira Ministra do Reino Unido, agiu confrontando o poder dos sindicatos, atacando todas as formas de solidariedade social que dificultavam flexibilidade competitiva, desmontando ou revertendo os compromissos do Estado de bem-estar, privatizando empresas públicas, reduzindo de impostos, incentivando a iniciativa empresarial e a criação de um clima empresarial favorável para induzir um forte ingresso de investimentos estrangeiros (HARVEY, 2009, pp. 23-25). Com o tempo, os outros países centrais começaram a adotar políticas no mesmo sentido para sair da crise.

Conjuntamente, foi desenvolvido um novo movimento que afetou a economia política global, levando os países periféricos a internalizar também medidas semelhantes para poder obter os financiamentos necessários para sua manutenção. Para tanto, teve papel fundamental o FMI, cuja atuação foi bastante alterada em relação ao que havia sido planejado em 1944.

O FMI, tendo a função precípua de preservação dos balanços de pagamentos se tornara um órgão central na vida dos países da periferia concedendo empréstimos para que

as economias desses países se mantivessem funcionando, sem impor grandes dificuldades. Esse cenário, entretanto, se transformou a partir de uma crise específica que acontece no contexto das medidas de Volcker e dos chefes de Governo dos EUA e do Reino Unido.

Ocorreu que, em 1982, o México se encontrou em uma situação na qual não poderia pagar a dívida que contraiu e precisou buscar o FMI. Diante disso, e sob a batuta do Secretário do Tesouro do Governo Reagan, o Fundo utilizou sua estrutura para exigir do México reformas, impondo ao país a adoção de uma forte política de austeridade, reduzindo despesas públicas e desvalorizando câmbio, para obter receitas exclusivamente destinadas ao serviço da dívida (CAMARA & SALAMA, 2005, pp. 212-213). Desta forma, o FMI protegeu os credores internacionais do *default*, à custa de um ajuste estrutural que empobreceu a população mexicana. Na nova ortodoxia neoliberal, os tomadores seriam forçados por instâncias internacionais a realizar a quitação da dívida não importa quais fossem consequências para a subsistência e o bem-estar da população local (HARVEY, 2009, p. 29).

A partir do episódio envolvendo o México em 1982, o tesouro americano e o FMI adotaram o protocolo de rolar a dívida dos países pobres em troca de reformas. A reação dos mercados financeiros internacionais foi negar crédito aos países da América Latina e a outras economias da periferia, a menos que assinassem uma *carta de intenções* com o FMI, que incluía cortes de gastos sociais, privatizações e flexibilização de leis trabalhistas. A partir daí, esses países deveriam adotar essas medidas, passar a financiar com recursos internos uma parte substancial de sua dívida e renegociar o restante com o FMI. Todo esse conjunto de países foi impelido, de uma hora para outra, a adotar políticas regressivas para sua própria população a fim de obter financiamentos. O FMI tornou-se instrumento de propagação da ortodoxia neoliberal.

A liberalização dos sistemas financeiros dos países emergentes foi rapidamente conduzida pelo FMI e pelos credores, sob a pressão política dos EUA. A burocracia do FMI trabalhou para obter dos Governos a descompartmentalização dos mercados financeiros dos países recentemente industrializados, a passagem à *titularização* da dívida pública e a formação, nesses países, de mercados de obrigações domésticas interconectados com os mercados financeiros dos países do centro do sistema (CHESNAIS, 2005, p. 47). Enfim, com as restrições e barreiras regulatórias derrubadas em todo o planeta, a atividade

financeira pôde florescer como nunca antes, praticamente em toda a parte. O neoliberalismo significou a financeirização de tudo (HARVEY, 2009, p. 33).

Claro que a mudança de postura do FMI em relação aos países da periferia, além de ter aberto caminho para a liberalização de suas finanças, causou sérias consequências estruturais nesses países, manifestadas na forma de crises, que eram tanto endêmicas quanto contagiosas (HARVEY, 2009, pp. 94-96).

A década de 1980 se tornou “perdida” para os países em desenvolvimento por conta do peso da dívida. Todas as crises têm como ponto de partida imediato a desvalorização da moeda, necessário para evitar o déficit comercial e garantir divisas para pagar o serviço da dívida (CHESNAIS, 2005, p. 65). Por conta desse pagamento, os fluxos líquidos de capital foram invertidos e a América Latina passou a exportar mais capital do que recebia e numerosos países enfrentaram hiperinflação depois das desvalorizações cambiais. Despesas públicas foram reduzidas em nome da austeridade e os incentivos para investimento diminuíram. Diante disso, se iniciou uma longa depressão que durou dez anos (CAMARA & SALAMA, 2005, p. 213).

Nesse cenário, o primeiro ponto de inflexão para o qual devemos voltar nossa atenção é o Consenso de Washington, que se tratou de uma reunião ocorrida em Washington, D.C., em novembro de 1989, envolvendo funcionários do Governo dos EUA, do FMI, do BIRD, do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID)⁶² e economistas acadêmicos latino-americanos, para um encontro convocado pelo Instituto de Economia Internacional, com tema: “*Ajustamento latino-americano: o que tem ocorrido?*”. À época, os países da América Latina enfrentavam problemas semelhantes referentes a crises de dívida e inflação causadas justamente pela postura do FMI a partir de 1982.

Em síntese, na área fiscal, o Consenso defendeu disciplina orçamentária através da contenção de gastos públicos e um modelo de tributação em que os tributos tivessem ampla base de incidência e fosse maior a contribuição dos impostos indiretos. Não foram feitas maiores considerações quanto à evasão fiscal.

Para a estabilização, foi defendida a adoção de um regime cambial centrado na dolarização direta, ou indireta, da economia, com sobrevalorização da moeda nacional, e

⁶² O BID é um banco de desenvolvimento sediado em Washington, D.C., que tem sua atuação voltada ao financiamento de projetos na América Latina e no Caribe.

uma política monetária passiva. Além disso, como parte integrante do programa de estabilização, deveria haver a abertura unilateral e rápida dos mercados nacionais, o que atrairia capitais externos e possibilitaria a inserção competitiva dos países da América Latina na economia mundial. Subsídios às exportações e protecionismo deveriam ser abandonados.

Os investimentos estrangeiros deveriam ganhar *status* de instrumento de complementação da poupança nacional e de transferência de tecnologia, devendo, portanto, ter um tratamento, no mínimo, igual ao capital nacional. Esses investimentos deveriam ser permitidos em todas as áreas da economia. No entanto, os Governos não deveriam usar incentivos fiscais ou creditícios para atrair capitais estrangeiros para a produção de manufaturas para exportação.

Ainda, as privatizações e a desregulamentação dos setores foram defendidas para dar maior eficiência às empresas e maior competitividade ao setor privado dos países da América Latina, além de ter função a fiscal, de curto prazo, de abater as dívidas dos Governos. Também, a defesa da Propriedade Intelectual e da Propriedade Industrial foram propugnadas (FILGUEIRAS, 2000, pp. 95-96).

Algumas dessas medidas fizeram-se perceber no sistema jurídico brasileiro antes mesmo do Plano Real, como a disciplina orçamentária e o programa de desestatização, estabelecido no Governo Collor e reforçado no Governo de Fernando Henrique Cardoso, mas o programa de estabilização proposto pelo Consenso de Washington foi responsável por trazer ao Plano Real vários elementos. É do Consenso que advieram, por exemplo, a ênfase na abertura comercial e na atração de capitais externos.

Cabe ainda notar a referência feita a aspectos como a desregulamentação de setores e a Propriedade Industrial. Ambos foram trazidos ao sistema jurídico nacional ao tempo da implantação do Plano Real por meio da Lei Antitruste (Lei nº 8.884, de 11 de julho de 1994) e da Lei de Propriedade Industrial (Lei nº 9.279, de 14 de maio de 1996).

A partir do Consenso de Washington, abriu-se um momento histórico particular na América Latina, marcado essencialmente pela liberalização dos mercados através de reformas institucionais e regulatórias, ao mesmo tempo que ocorre uma expansão geral da liquidez. Alguns marcos históricos ajudam a explicar esse fenômeno.

Em primeiro lugar, reduzidos à uma condição crônica de inadimplência por conta da crise de dívida em que se encontravam as economias da região, com constantes anúncios de

moratórias e calotes, os países da América Latina receberam e implementaram as medidas do Consenso de Washington na forma do Plano Brady, oferecido como meio de resolver a crise de dívida em que se encontravam as economias da região e iniciado em 1989.

O Plano Brady consistiu na reestruturação e securitização das dívidas dos países latino americanos. As dívidas desses países foram renegociadas em troca da adoção de reformas liberalizantes por eles. Além disso, essas dívidas passariam a compor títulos, comercializáveis no mercado e não mais centralizados em instituições específicas. MOSLEY (2003) assim explica o fator gerador de liquidez do Plano Brady:

“O Plano Brady, destinado a resolver a crise da dívida da década de 1980, estimulou a criação de um novo ativo financeiro, o Brady Bond. Esses títulos representam empréstimos dos bancos comerciais garantidos pelo governo dos EUA e endossados pelo FMI, geralmente denominados em dólares, aos governos da América Latina. Em troca de garantias de empréstimos, os governos devedores prometiam realizar reformas na política econômica. Em vez de manter esses empréstimos em seus livros, os bancos os vendiam para investidores de portfólio, estimulando ainda mais uma mudança para o financiamento desintermediado” (p. 105).

Outro evento que devemos trazer à baila por ter concorrido para a expansão da liquidez do mercado financeiro na época se deu no final da década de 1980 e no início da década de 1990, nos EUA. Nesta ocasião, diante da Crise de Poupança e Crédito (*savings and loan crisis*) o FED passou a baixar de forma sistemática a taxa de juros básica da economia dos EUA. Essa medida aumentou a liquidez dos mercados financeiros diante da injeção de um grande volume de capital procurando outras praças que possibilitassem maiores retornos de seu investimento.

Por fim, houve também causas regulatórias, como a revogação da Lei Glass-Steagall por meio da Lei Gramm-Leach-Bliley, aprovada pelo Congresso americano em 1999, liberalizando a integração da atividade de bancos comerciais e bancos de investimento. Oficializou-se a utilização de recursos provenientes dos depósitos em bancos comerciais nos mais diversos mercados financeiros, uma situação que, em grande medida, já existia de fato.

Evidentemente, no que diz respeito à forma dos controladores da dívida pública, esse processo de liberalização levou a mudanças consideráveis de seu perfil institucional ao longo do Século XX. Havia, no início, uma predominância de grandes bancos comerciais, que arbitravam as condições para financiamento dos países periféricos, assumindo parcelas altas de risco. Exemplos disso são os vultosos empréstimos tomados pelo governo brasileiro entre

o final do Século XIX e início do Século XX, como os *Funding Loans* de 1898, 1914 e 1931, feitos junto a bancos europeus, como a casa Rothschild.

Após a Segunda Guerra, os empréstimos passaram a ser feitos junto às grandes IFIs recém criadas: o FMI e o BIRD. Como mencionado acima, essas instituições passaram a impor condições mais duras para seus empréstimos ao mesmo tempo que cobravam a liberalização dos mercados. Diante disso, os países da periferia foram levados a captar recursos principalmente do setor privado a partir de emissão de dívida mobiliária.

A figura central do financiamento estatal passou a ser a dos credores individuais que negociam diretamente a partir de mercados descentralizados com uma maior dispersão da base, sem a intermediação das grandes instituições financeiras. Esses credores individuais têm seus investimentos garantidos por títulos executáveis, públicos ou privados, ou participação (*equity*) nas empresas de capital aberto de toda a periferia.

Independentemente de seu perfil, todos esses investidores buscam o mesmo: retorno, segurança e liquidez, mas a dispersão da base e a liberalização foram fatores que aumentaram o poder de barganha dos agentes externos sobre o governo dos países periféricos. Esse efeito pode ser percebido, por exemplo, na convergência regulatória relacionada à forma de apresentar informações. Para MOSLEY (2003), os agentes participantes do mercado de dívida de economias em desenvolvimento se preocupam com a disponibilidade, precisão, periodicidade e clareza (adoção ou não de padrões internacionais) das estatísticas publicadas pelos governos desses países. A agenda de instituições que produzem informação para o mercado, como as agências de *rating* também se tornam baliza para a ação governamental.

KAPLAN & THOMSSON (2016) demonstram que essa desintermediação diminui o nível de autonomia dos governos e aumenta o “efeito disciplinador” das finanças globais (p. 621). Segundo os autores, o nível de exposição de bancos a um determinado governo devedor reduz o poder de barganha deste tipo de credor, enquanto investidores individuais encontram muito mais facilidade para abandonar suas posições. Neste último caso, a grande quantidade de agentes envolvidos também inviabiliza qualquer tentativa de renegociação de dívida, dado o elevado custo de transação que isso implicaria. Nesse sentido, MOSLEY (2003):

“Em vez de contrair empréstimos diretamente de grandes bancos internacionais, os tomadores de mercados emergentes agora recorrem aos mercados financeiros internacionais, emitindo títulos ou ações. A desintermediação foi acompanhada de

um papel ampliado para os investidores institucionais. (...) Além disso, enquanto os tomadores de empréstimos soberanos podem negociar empréstimos com bancos, como fizeram os governos latino-americanos no início dos anos 80, é quase impossível para eles negociar termos de empréstimos com mercados financeiros desintermediados” (pp. 105-106).

A dispersão desses agentes não é o único fator que explica a expansão de seu poder disciplinador sobre os governos devedores. Apesar de soar contraditório, essa dispersão de agentes veio acompanhada de uma forte concentração de capital dentro do mercado financeiro. HALEY (1999), VITALI et al. (2011) e MORIN (2015) apontam no sentido da existência de uma estrutura oligopolista no mercado financeiro e, especialmente, no mercado de títulos públicos de países em desenvolvimento, fato que dá a esses mercados uma tendência de coordenação de seus agentes.

Essa combinação entre um grau de dispersão dos agentes, que torna insuportavelmente altos os custos de transação para negociações diretas com os detentores de dívida, e um mercado estruturalmente oligopolista limita muito a autonomia dos Estados quanto às suas políticas monetária, cambial e fiscal e mesmo quanto à forma de suas instituições, que tendem a uma convergência regulatória. É nessa condição que o trilema da impossibilidade se converte em dilema indicado por REY (2015a) entre a abertura aos fluxos de capital ou o controle das condições financeiras locais.

Em 1993, o Consenso de Washington fez nova reunião. Considerando a existência de uma grande liquidez nos mercados financeiros, avaliaram que os capitais internacionais estavam voltando à América Latina. “Por isso, os países desse continente deveriam, tão-somente, ter a capacidade de atraí-los” (FILGUEIRAS, 2000, pp. 96-97).

Ao longo dos anos seguintes, esse capital encontrou condições adequadas para sua valorização nos países que adotaram as propostas do Consenso. Foi essa massa de capital financeiro que possibilitou a valorização do câmbio e a consequente queda da inflação no Brasil. Por seu caráter especulativo ele forçou, entretanto, a elevação das taxas de juros dos países que a eles se abriam e é por conta desse fato que as crises típicas dos anos 1990 nos países periféricos são decorrentes e marcadas pela dependência financeira elevada que eles tinham desses capitais voláteis. A liberalização dos mercados da periferia politicamente adotada na hiperinflação foi em muitos casos, inclusive no brasileiro, efetuada a partir de uma estratégia que unia uma âncora cambial sobrevalorizada, de modo a permitir

importações e estancar a inflação, e uma taxa de juros alta, capaz de atrair capital especulativo externo suficiente para compensar o desequilíbrio na balança de pagamentos.

As crises que caracterizaram os anos 1990 decorreram justamente das liberalizações súbitas e brutais dos mercados dos países da periferia que viram nessa estratégia a saída da inflação. Esse movimento, entretanto, trouxe consigo volatilidade a esses mercados juntamente com restrições financeiras externas extremamente fortes, geradas pela dependência financeira elevada, própria ao novo modo de crescimento (CAMARA & SALAMA, 2005, p. 214). É isso que explica a vulnerabilidade da economia brasileira a crises em locais tão distantes e pouco integrados às cadeias de produção nacionais na década de 1990.

Pequenas alterações de conjuntura, mesmo em outras partes do mundo, afetavam o comportamento do capital especulativo e comprometiam o equilíbrio do balanço de pagamentos, por isso as taxas de juros precisavam ser mantidas em níveis astronômicos, exigindo mais da fiscalidade estatal. “A produção, por sua vez, demora a responder a estímulos, o que faz com que a depreciação, mesmo importante, da moeda nacional, na sequência de movimentos especulativos, só gera um crescimento das exportações depois de algum tempo e ainda é necessário que essa depreciação seja de grande amplitude” (CAMARA & SALAMA, 2005, pp. 217-218).

Os fatos apresentados nessa seção ajudam a explicar a centralidade dada à Selic no controle da inflação; a adoção da âncora cambial e, em seguida, do regime cambial de câmbio flutuante; a manutenção das taxas de juros em patamar alto; e a constante ocorrência de crises durante os anos que marcam o início do Plano Real. Também nos auxiliam a demonstrar que as decisões domésticas encontram condicionantes sistêmicas e são tomadas no âmbito de jogos de dois níveis. Além disso, esses elementos permitem que vejamos melhor o sentido da evolução das instituições responsáveis pela condução das políticas monetária e cambial na história brasileira.

9. Políticas monetária e cambial brasileiras até a década de 1980

Para além das questões ligadas às normas que enquadram as políticas monetária e cambial, as dificuldades de atuação do BACEN diante da Grande Recessão e a consequente fragmentação institucional da reação das autoridades brasileiras à crise têm raízes também na forma institucional do próprio BACEN e do CMN. Se a autarquia não dispunha de instrumentos para fazer frente a uma eventual crise, o processo histórico revela que foram determinações políticas que conduziram a esse estado de coisas.

Em grande medida, a história das políticas monetária e cambial no Brasil, desde o período do Império, se submete às determinações advindas do centro do sistema capitalista. Seguindo o modelo do jogo de dois níveis, será possível notar como foi feita a composição dessas políticas, contemplando interesses internos e pressões sistêmicas.

Primeiramente, gostaríamos de apresentar o que identificamos como as duas formas históricas principais das políticas monetária e cambial no Brasil. As normas e instituições responsáveis pelas políticas monetária e cambial no Brasil nos dois períodos históricos que compreendem essas formas serão objeto desta seção da Dissertação.

A primeira corresponde ao período do Segundo Reinado e da Primeira República, quando o centro propugnava uma prática estritamente liberal consubstanciada na adesão ao Padrão Ouro-Libra, cujo efeito era limitar muito a capacidade dos Estados de adotar políticas autônomas. De fato, não existia política monetária como conhecemos atualmente, separada da política cambial. A crise do final dos anos 1920 decretou o fim desse modelo.

A segunda forma caracteriza a política aplicada pelo Estado brasileiro entre as décadas de 1930 e 1980. Nesse período, sob os auspícios das possibilidades abertas pelo sistema pactuado em Bretton Woods, o País teve liberdade ímpar para submeter as políticas monetária e cambial – a partir de então desvinculadas – aos projetos e objetivos políticos de seus governantes. A crise final desse modelo veio junto com as crises da dívida da década de 1980, que submeteram a periferia do sistema capitalista a novos ditames vindos do centro. O modelo que se coloca a partir da década de 1990 e suas instituições serão tratados na nossa próxima e última seção antes das conclusões.

O Padrão Ouro-Libra se caracterizava pela adoção, pelos diferentes Estados Nação de um sistema de câmbio fixo com lastro comum, o ouro, em que as unidades monetárias

eram denominadas na moeda britânica, a Libra Esterlina. O Padrão Ouro-Libra, no entanto, possuía uma série de particularidades que afetavam especialmente os países periféricos, como era o caso do Brasil. Em primeiro lugar, ao adotar um regime cambial de câmbio fixo, o sistema monetário do ente que o adotou ficava sujeito a variações do estoque de moeda, dependentes dos movimentos financeiros internacionais, por conta da conversibilidade da moeda e de sua conseqüente volatilidade.

Nesse sentido, as autoridades monetárias das economias que pretendiam integrar-se ao comércio internacional tinham sua atuação balizada pelo volume de reservas que eram capazes de compor para fazer frente a impactos no balanço de pagamentos derivados de flutuações no comércio internacional. As economias periféricas, entretanto, não dispunham de muita capacidade de compor reservas.

O momento de expansão do capitalismo que propagou também a adoção do Padrão Ouro-Libra advinha foi produto principalmente do endividamento da Inglaterra, que era a potência hegemônica (ARRIGHI, 2016, pp. 165-166). Nesse cenário, para evitar saída de ouro, as autoridades que controlavam a Libra Esterlina periodicamente manipulavam a taxa de juros de seus títulos para atrair ouro. As demais autoridades dos países centrais adotavam expediente semelhante para ensejar um ciclo de negócios. Este *estado de convenções* entre as autoridades do Centro trabalhava pela reprodução e preservação do sistema no Centro, mas reduzia muito a liquidez da periferia e a capacidade dos países periféricos de financiar sua própria atividade econômica. Enquanto esse estado vigorou, o Padrão Ouro-Libra sobreviveu (BELLUZZO, 2012b, pp. 95-98).

Nessas condições de falta de liquidez necessária para o financiamento, as autoridades das economias periféricas eram forçadas ainda a tomar empréstimos do Centro, em moeda estrangeira. O pagamento dos juros e rolagem das dívidas que eram fruto dessas obrigações geradas com os países centrais eram fonte de outro fluxo sazonal de capital da periferia para o centro. Expondo a dependência do Estado brasileiro ao mercado externo e ao Centro do sistema, foram contraídos 15 empréstimos no exterior entre 1824 e 1888. Todos os empréstimos foram contraídos em Libras, sendo a grande maioria por intermédio da casa dos Srs. Rothschild & Sons ou de seus representantes (SILVA, 2009, pp. 41-43).

Desse modo fica clara a posição de desvantagem em que as economias periféricas operavam. Fora dos arranjos políticos do Centro, tinham a gestão de suas moedas subjugada ao arbítrio dos países centrais. BELLUZZO (2012b) sintetiza muito bem a situação das

economias periféricas que buscavam manter a conversibilidade de suas moedas e a integração com o comércio internacional:

“As economias periféricas funcionavam, na verdade, como áreas de expansão comercial e financeira dos países centrais nas etapas expansivas do ciclo e como uma ‘válvula de segurança’ para o ajustamento das economias desenvolvidas nas fases de contração” (p. 93).

O Brasil, no contexto do Segundo Reinado e da República Velha ocupava uma posição periférica no comércio internacional, tendo sido uma economia de caráter agroexportador ao longo de todo o período. Essa condição já estava presente, na verdade, desde a inserção do território brasileiro no comércio internacional quando sujeito ao sistema colonial. A forma como é construída a institucionalidade da gestão da moeda e do câmbio no Brasil, desde a sua independência até o final da década de 1920, se dá na forma ditada pelo Padrão Ouro-Libra.

Os marcos legislativos iniciais no Brasil se encontram na primeira metade do século XIX, depois da Independência. Nesse sentido, foi editada a Lei de 15 de novembro de 1827, que previa a emissão de 12 mil contos de réis, na forma de seu art. 19, e a criação da Caixa de Amortização, entidade que seria responsável pela administração do meio circulante até 1945 (SILVA, 2009, p. 38). No período regencial, a Lei nº 59, de 8 de outubro de 1833, estabeleceu um novo sistema monetário para o Império, fixando a paridade em 43,5 pence por mil réis.

Até então, vigorava no Brasil um sistema monetário que previa a paridade de 67,5 pence por mil réis, mas, conforme explica VEIGA FILHO (1905), a situação de fato não era tão clara:

“Proclamada a independência o nosso paiz encontrava-se sob um regimen monetário da mais completa confusão, em tudo correspondente ao regimen tributário, (§ 76). Vigorava ainda a lei portugueza de 4 de agosto de 1688, um dos mais antigos dispositivos a respeito e que alguns consideram assento da questão, a lei de 8 de março de 1694 que, creando, provisoriamente, uma casa de moeda na Bahia, modificou, em alguns pontos, a precedente e a lei de 4 de abril de 1722, que manteve o valor da oitava de ouro de 22 quilates na base de 1\$600, para as moedas em circulação, restabelecendo assim o cambio par, ao typo de 67 1/2 d. sobre Londres” (p. 135).

Durante o Segundo Reinado, houve a introdução do Terceiro Sistema Monetário por meio da Lei nº 401, de 11 de setembro de 1846, que estabeleceu padrões para emissão de moedas de ouro e de prata e uma paridade fixa de 27 pence por mil réis. Cabe mencionar

que as mudanças de sistema monetário estavam relacionadas à quebra de padrão ou aviltamento da moeda, que é a diminuição do seu conteúdo de metal precioso (ABREU & LAGO, 2014, p. 19).

Do ponto de vista à política monetária, a grande questão ao longo do período do Segundo Reinado foi a manutenção do ouro como lastro da moeda. Entre o Segundo Reinado e a República Velha, se desenvolveu uma celeuma em torno da discussão entre metalistas e papelistas. Em resumo, os metalistas, mais ligados aos interesses dos setores exportadores, entendiam que “a prioridade da política econômica era a estabilidade e a política cambial”, associando-se ao Padrão Ouro-Libra. Por outro lado, vinculados a uma burguesia nascente, “a preocupação maior dos papelistas, dos mais moderados aos mais radicais, era com o nível de atividade econômica” (FONSECA, 2008, p. 7).

Assim sendo, os papelistas defendiam a emissão de moeda para atender às necessidades da economia quando elas se apresentavam, os metalistas preferiam preservar o câmbio, opondo-se às emissões de moeda, porque acreditavam que o ingresso de ouro no país se daria naturalmente caso a economia se mostrasse saudável. Disputas semelhantes envolvendo uma posição *nativista*, que defendia autonomia das políticas monetária e cambial, e outra mais *cosmopolita*, que visava adequação a práticas internacionais, podem ser identificadas em diversos momentos seguintes da história brasileira.

A política cambial estava particularmente vinculada à política monetária. A emissão de moeda para suprir necessidades de financiamento da própria economia e combater a falta de liquidez tinham efeito de desvalorizar o câmbio. Também, por conta do arranjo político, o câmbio era utilizado como instrumento de combate a perdas derivadas da variação do preço do café no mercado internacional⁶³.

⁶³ FURTADO (2000) assim explica o mecanismo de socialização das perdas do café com utilização do câmbio: “Em síntese, os aumentos de produtividade econômica [do café] alcançados na alta cíclica eram retidos pelo empresário, dadas as condições que prevaleciam de abundância de terras e de mão-de-obra. Havia, portanto, uma tendência à concentração da renda nas etapas de prosperidade. Crescendo os lucros mais intensamente que os salários, ou crescendo aqueles enquanto estes permaneciam estáveis, é evidente que a participação dos lucros no total da renda territorial tendia a aumentar. Na etapa de declínio cíclico, havia uma forte baixa na produtividade econômica do setor exportador. Pelas mesmas razões por que na alta cíclica os frutos desse aumento de produtividade eram retidos pela classe empresarial, na depressão os prejuízos da baixa de preços tenderiam a concentrar-se nos lucros dos empresários do setor exportador. Não obstante, o mecanismo pelo qual a economia corrigia o desequilíbrio externo - o reajustamento da taxa cambial - possibilitava a transferência do prejuízo para a grande massa consumidora. Destarte, o processo de concentração de riqueza, que caracterizava a prosperidade, não encontrava um movimento compensatório na etapa de contração da renda. (...)”

O ponto mais importante a ser notado nesse período é que a emissão era sempre submetida à edição de instrumentos legislativos que a autorizassem ou restringissem no Segundo Reinado. A Lei nº 1.083, de 22 de agosto de 1860, deu ao BB⁶⁴ o monopólio da emissão de moeda e a Lei nº 1.349, de 12 de setembro 1866, acabou com a emissão bancária e passou o monopólio da emissão de toda a moeda à Caixa de Amortização, disposição que vigorou até 1889. A Lei nº 2.565, de 29 de maio 1875, a Lei nº 3.263, de 18 de julho 1885, e o Decreto nº 3.403, de 24 de novembro de 1888 permitiram emissões de moeda para garantir liquidez no mercado no cenário do final da escravidão e da expansão do trabalho assalariado⁶⁵.

A expansão da base monetária do início do período republicano foi marcada também por seu lastro legislativo. É nesse sentido que foi editado o Decreto nº 164, de 17 de janeiro de 1890, por meio do qual Ruy Barbosa efetivou uma reforma monetária e bancária que substituía o Terceiro Sistema Monetário e contemplava uma ampla emissão de papel moeda. “Em setembro de 1890, o papel-moeda emitido já havia crescido cerca de 40% em relação ao estoque em 17 de janeiro” (FRANCO, 2014, p. 39). Ainda em 1890, o Governo passou a adotar medidas no sentido de tentar conter a emissão e especulação, que persistiriam até a conclusão da negociação do primeiro *funding loan* em 1898.

A política monetária do início do Século XX contou com o restabelecimento de uma paridade no Padrão Ouro-Libra no País. Em 1906, em um momento de aumento da liquidez internacional, foi criada a Caixa de Conversão, por meio do Decreto nº 1.575, de 6 de dezembro de 1906, com poder de emissão de notas plenamente conversíveis à paridade de 15 pence por mil réis. Uma crise de liquidez por conta do início da Primeira Guerra Mundial, por sua vez, levou ao fechamento da Caixa de Conversão em 1914 e ao segundo *funding loan* no mesmo ano. Novas alterações na liquidez internacional e na cotação do café conduziram a leis aprovando emissões nos anos de 1920 e 1921.

Não sendo praticável uma redução do custo a curto prazo através de uma compressão dos salários, cujo nível não se elevava na alta cíclica, a única solução que ficaria ao empresário, ou àqueles financeiramente menos resistentes, seria reduzir a produção. Dessa forma, tenderia a paralisar-se uma grande parte da atividade econômica. Dada a natureza dessa atividade, a paralisação acarretaria a maior de todas as perdas” (pp. 169-170).

⁶⁴ O primeiro BB, criado pelo Alvará de 12 de outubro de 1808, havia sido extinto pela Lei de 23 de setembro de 1829. O Decreto nº 801, de 2 de Julho de 1851, havia autorizado o funcionamento de nova instituição com o mesmo nome.

⁶⁵ Tratei também do tema da legislação cambial do Segundo Reinado em SILVA (2018b).

Em 1923, o BB obteve o monopólio de emissão de papel-moeda por meio do Decreto nº 4.635-A, de 8 de janeiro, competência que perdeu em 1926. Em 1924, o Governo implementou um choque monetário que conduziu à readoção do Padrão Ouro-Libra em 1927, possibilitada pela criação da Caixa de Estabilização através do Decreto nº 5.108, de 18 de dezembro de 1926, fixando a paridade em 6 pence por mil réis. O Padrão Ouro-Libra se manteve vigente até o fim da República Velha em 1930. A crise final da República Velha também esteve associada a desequilíbrio cambial e forçou o terceiro *funding loan*, em 1931. Desde a Independência, foram apenas quatro as desvalorizações da moeda que circulava o Brasil⁶⁶, obedecendo às necessidades de liquidez e emissões, mas quase sempre as conversões envolviam um “ágio sobre ouro”, dando um sentido de excepcionalidade à frequente situação em que o câmbio de mercado permanecia abaixo do par (FRANCO, 2017b, p. 43).

O câmbio, por seu turno, ainda que estejamos falando do período em que vigorou o Padrão Ouro-Libra, apresentou flutuações, bastante em linha com alterações externas e as condicionantes advindas da política monetária. Durante o período do Segundo Reinado, especialmente no período em que vigia o Terceiro Sistema Monetário, o câmbio variou em linha com a inflação estimada para o período (ABREU & LAGO, 2014, p. 20).

No final do Império e durante a República, houve momentos em que dificuldades cambiais se apresentam de maneira mais marcante. Essas crises estavam, via de regra, associadas a políticas de expansão da base monetária, sendo que essas políticas eram sempre voltadas à preservação do nível da atividade agroexportadora e, conseqüentemente, à manutenção do modo de inserção do Brasil no comércio internacional.

Vale notar, portanto, que ainda que o movimento tomado internamente fosse no sentido de manter a coerência do sistema global, o poder de compra da moeda brasileira e, conseqüentemente, o produto social eram prejudicados pela rigidez do sistema cambial estruturado sobre a ortodoxia do Padrão Ouro-Libra. A cessação da Caixa de Conversão em 1914 e da Caixa de Estabilização em 1930, eventos que levaram ao abandono formal do Padrão Ouro-Libra na República Velha, foram resultado de desequilíbrios cambiais externos advindos do início da Primeira Guerra Mundial e do *crash* da bolsa de Nova Iorque.

⁶⁶ Os aviltamentos da moeda ocorreram com (i) a introdução do Terceiro Sistema Monetário em 1846; (ii) a reforma monetária conduzida por Ruy Barbosa em 1890; (iii) a criação da Caixa de Conversão em 1906; e (iv) a criação da Caixa de Estabilização em 1926.

Durante todo esse período histórico, as políticas monetária e cambial estiveram extremamente correlacionadas. O Padrão Ouro-Libra exigia que as decisões de política monetária estivessem sempre submetidas a discussões quanto a seu efeito para a política cambial e nenhuma delas poderia ser considerada autônoma. O Parlamento foi o foco principal para a discussão sobre emissão e conversibilidade da moeda e as decisões vinham na forma de Leis e Decretos. O Parlamento era o espaço das oligarquias⁶⁷ mais e menos integradas ao comércio internacional e eram elas que se engajavam diretamente na discussão, na controvérsia, e na disputa sobre os rumos das políticas monetária e cambial no Brasil.

Ainda que não tenha significado exatamente a chegada de um novo grupo social ou de novos quadros ao centro do poder nacional⁶⁸, a Revolução de 1930 marcou o final da República Velha e representou uma ruptura, em certos aspectos até hoje definitiva, com as práticas anteriores nos campos das políticas monetária e cambial. Nos primeiros anos após a revolução foram estabelecidos marcos que caracterizariam muito do que foram as políticas monetária e cambial brasileiras até a década de 1930.

Em 24 de outubro de 1930, o Presidente Washington Luís foi deposto por uma junta militar que, em 3 de novembro, transferiu o poder para Getúlio Vargas. Uma semana depois, Vargas baixou o Decreto nº 19.398, de 11 de Novembro de 1930, instituindo o Governo Provisório, que, na prática, retirava a eficácia da Constituição de 1891 e avocava as competências do Poder Executivo e de todos os órgãos do Poder Legislativo para o Governo Provisório, que passou a governar através de Decretos. Essa situação permaneceu até que a Constituição de 1934 entrasse em vigor. São particularmente relevantes para este trabalho três dos Decretos editados ainda no período do Governo Provisório.

O primeiro desses três diplomas legais é o Decreto nº 23.501, de 27 de Novembro de 1933, que declarou nula qualquer estipulação de pagamento em ouro, ou em determinada espécie de moeda, ou por qualquer meio tendente a recusar ou restringir, nos seus efeitos, o

⁶⁷ A própria legislação garantia que apenas as elites pudessem ocupar os cargos eletivos do Império e da República Velha. Os arts. 45, 92, 94 e 95 da Constituição de 1824, vigente por todo o período do Império, estabeleciam a exigência da aferição de determinado nível de renda para exercício de cargos eletivos. A partir do Decreto nº 3.029, de 9 de janeiro de 1881, chamado de Lei Saraiva, adotou-se o censo literário, constante também do art. 69 da Constituição republicana de 1891, que impedia que os analfabetos – maioria da população brasileira até a década de 1940 – pudessem sequer se alistar como eleitores. O censo literário só foi derrubado em 1985, por meio da Emenda Constitucional nº 25, de 15 de maio de 1985, que alterou a Constituição de 1967.

⁶⁸ O próprio Getúlio Vargas, chefe do Governo Provisório havia exercido o cargo de Ministro da Fazenda do governo Washington Luís, último da República Velha, tendo inclusive assinado com o Presidente o Decreto nº 5.108/1926, que criou a Caixa de Estabilização.

curso forçado do mil réis papel. Por meio desse decreto, o Governo Provisório dotou a moeda nacional de curso forçado, que faz prevalecer a expressão nominal do instrumento monetário e impede a sua conversão em metal precioso (DE CHIARA, 1986, p. 39). O Decreto significou a introdução definitiva da moeda fiduciária no Brasil.

Essa medida se contrapunha frontalmente aos ditames do Padrão Ouro-Libra, mas a pressão sistêmica pela adoção padrão já não eram tão intensas. O estado de convenções que o sustentava havia sido desmantelado pela Primeira Guerra Mundial e as tentativas de reabilitação do Padrão Ouro-Libra, das quais a Caixa de Estabilização foi uma, haviam sido solapadas pelo *crash* da bolsa de Nova Iorque em 1929. No plano internacional, mesmo a Delegação do Ouro instituída no âmbito da Sociedade das Nações para tentar coordenar esse esforço foi encerrada em 1932, após a divulgação do seu último relatório (CLAVIN & WESSELS, 2004, p. 765).

DE CHIARA (1986, p. 173) explica que a quantificação dos créditos e obrigações em termos de seu valor em ouro ou em moeda estrangeira de poder de compra mais estável foi uma estratégia utilizada diante da instabilidade que caracterizou o poder de compra das moedas desde o Padrão Ouro-Libra até o final da década de 1920. Tratava-se de fórmula contra situações de inflação da moeda dos Estados em que as obrigações eram constituídas ou deveriam ser cumpridas.

Com o Decreto nº 23.501/1933, o Governo Provisório adotou o nominalismo e procurou desvencilhar a moeda nacional de padrões de valor externos, que evidenciavam as repercussões patrimoniais decorrentes da oscilação do poder de compra da moeda. A prevalência do nominalismo era comum nas legislações inspiradas nos princípios liberais (DE CHIARA, 1986, p. 172).

O Decreto representou uma quebra na prática do Direito das Obrigações. O que vigia antes era a liberdade de contratação referente à espécie de moeda, nacional ou estrangeira, que liberaria o contratante do vínculo obrigacional, na forma do art. 947, § 1º, do Código Civil de 1916. No mesmo sentido dispunham os arts. 132, 195 e 431 do Código Comercial de 1850. Todos esses dispositivos foram suspensos pelo Decreto nº 23.501/1933 (DE CHIARA, 1986, p. 176).

Antes da edição do Código Civil de 1916, o trabalho de Teixeira de Freitas na Consolidação das Leis Civis, de 1898, trazia em seu art. 823 previsão da mesma natureza

daquela contida no art. 947, § 1º, do Código de Clóvis Bevilácqua. Além disso, sem perder de vista que a Consolidação das Leis Civis foi um esforço no sentido de abrir caminho para a elaboração de um Código Civil no Brasil, a partir da sistematização das normas do Direito brasileiro decorrentes ainda das Ordenações Filipinas e ladeadas por um vasto conjunto de legislações extravagantes, o que se tem é que as referências trazidas por Teixeira de Freitas contra o nominalismo eram o art. 3º da Lei nº 401/1846 e o art. 2º do Decreto nº 625, de 28 de julho de 1849, que mostravam que a livre contratação era já uma prática consolidada no Direito brasileiro e que contava com mais de mais de oito décadas de positivação até 1933. As únicas indicações anteriores contemplando o nominalismo encontram-se nas Ordenações Filipinas, no Livro I, Título LXXVIII, e no Livro IV, Títulos XXI e XXII.

A necessidade de relacionamento comercial com o exterior motivou, no entanto, o reconhecimento de algumas exceções aos termos do Decreto. A edição de normas contendo exceções ocorreu de maneira consistente ao longo das décadas que se seguiram ao Decreto nº 23.501/1933.

Ainda no Governo Provisório, foi editado, por exemplo, o Decreto nº 24.038, de 26 de Março de 1934, flexibilizando o nominalismo na cobertura de câmbio para importações. Em 1935, já no governo constitucional, a Lei nº 28, de 15 de fevereiro de 1935, fazia o mesmo em relação à importação de bens.

Na Ditadura do Estado Novo, o Decreto-Lei nº 1.079, de 27 de Janeiro de 1939, excepcionava os empréstimos com garantia hipotecária anteriores a dezembro de 1933; o Decreto-Lei nº 6.650, de 29 de junho de 1944, abriu exceção para as obrigações contraídas no exterior para cumprimento no Brasil; e o Decreto-Lei nº 6.882, de 20 de setembro de 1944, fez o mesmo em relação a empréstimos contraídos no exterior, por sociedades ou firmas brasileiras. Em sentido contrário, o Decreto-Lei nº 236, de 2 de fevereiro de 1938, tirou eficácia de cláusulas ouro em casos de execução ou de falência promovidas no exterior contra bancos ou firmas brasileiras.

Na Ditadura Militar, Decreto-Lei nº 238, de 28 de fevereiro de 1967, trouxe em seu art. 6º a previsão de revogação do Decreto nº 23.501/1933, mas em seguida foi editado o Decreto-lei nº 316, de 13 de março de 1967, declarando que o art. 6º, do Decreto-lei nº 238/1967, dizia respeito somente aos empréstimos e quaisquer obrigações cujo credor ou devedor fosse pessoa residente ou domiciliada no exterior e aos negócios jurídicos que tivessem por objetivo a cessão, transferência, delegação, assunção ou modificação dessas

obrigações, ainda que ambas as partes contratantes fossem pessoas residentes ou domiciliadas no país. Mais tarde, o Decreto-Lei nº 857, de 11 de setembro de 1969, sistematizou as exceções previstas até então.

No período da Nova República, o nominalismo foi reforçado. A Lei nº 8.880/1994, que entre outras coisas introduziu a URV, vedou a contratação de reajuste vinculado à variação cambial excluindo dessa vedação as exceções do Decreto-Lei nº 857/1969 e os contratos de arrendamento mercantil (*leasing*). No mesmo sentido, a Lei nº 10.192, de 14 de fevereiro de 2001, que foi editada na sequência das Medidas Provisórias que complementavam o Plano Real, vedou, sob pena de nulidade, quaisquer estipulações de pagamento expressas em, ou vinculadas a ouro ou moeda estrangeira.

Além disso, o Código Civil de 2002 reafirmou o nominalismo em seu art. 315 e o curso forçado da moeda nacional no art. 318, sendo que este faz remissão às exceções previstas na legislação especial, consistente no Decreto-Lei nº 857/1969 e na Lei nº 8.880/1994.

Os outros dois Decretos relevantes editados pelo Governo Provisório devem ser tomados em conjunto. Tratam-se do Decreto nº 20.451, de 28 de setembro de 1931, que estabeleceu normas para as vendas de letras de exportação ou de valores transferidos do estrangeiro, e do Decreto nº 23.258, de 19 de outubro de 1933, que tratava das operações de câmbio.

O Decreto nº 20.451/1931 teve a função de conferir ao BB o efetivo monopólio das operações de câmbio. O BB centralizaria as operações de venda de letras de exportação ou de valores transferidos do estrangeiro, distribuindo-as periodicamente entre as outras entidades bancárias, segundo seu juízo de necessidade.

O Decreto nº 23.258/1933, por sua vez, classificava as operações de câmbio como legítimas ou ilegítimas, sendo ilegítimas aquelas que não transitassem pelos bancos habilitados a operar câmbio, mediante prévia autorização da fiscalização bancária a cargo do BB. Igualmente ilegítimas seriam as operações de câmbio realizadas em moeda brasileira por entidades domiciliadas no país, por conta e ordem de entidades brasileiras ou estrangeiras domiciliadas ou residentes no exterior.

Assim sendo, pela conjugação desses dois diplomas legais, o BB converteu-se em entidade distribuidora das operações de câmbio e fiscalizadora do mercado de câmbio. Com

isso, o governo ganhou uma capacidade ímpar de regular o porte, e comercialização da moeda estrangeira, que agora, por força do Decreto nº 23.501/1933, tinha se convertido em mera coisa móvel, desprovida das características da moeda (FRANCO, 2017b, pp. 49-50). Só a moeda emitida pela autoridade monetária brasileira passou a ser juridicamente moeda no país e o BB, sendo ao mesmo tempo regulador e regulado e detendo outras características que veremos a seguir, passou a deter uma capacidade quase ilimitada de financiamento de atividades, submetido apenas ao interesse político.

Dessa forma, no espaço de três anos entre o fim da Caixa de Estabilização e a edição desses três Decretos, passamos de uma situação em que havia uma moeda conversível em ouro e a plena possibilidade de contratação em ouro ou moeda estrangeira para outra em que ocorreu um descolamento do poder de compra da moeda nacional em relação a referenciais externos e, paralelamente, a utilização do ouro ou de moeda estrangeira passou a ser feita exclusivamente dentro dos marcos determinados pelo Estado, sendo ilegítimos todos as outras aplicações desses bens.

Essa separação entre a moeda e algum outro referencial externo e o controle que o Governo passou a ser capaz de exercer sobre o câmbio marcaram todo o período anterior à Nova República. Ao longo dos anos seguintes, o sistema se aperfeiçoou e se tornou mais complexo, institucionalizando-se.

É necessário destacar que, se antes o Brasil era levado a adotar o Padrão Ouro-Libra para conformar-se com o sistema, o novo modelo brasileiro também não estava desconectado das tendências que se faziam globais. FRANCO (2017b), sem disfarçar sua preferência por uma atuação estatal contida, descreve o espírito do tempo:

“[A]s tabelas cambiais naquele momento mesclavam o vexame no cotejo do papel-moeda nacional com o estrangeiro, também feito do mesmo material sem valor, com a irritação decorrente da perda patrimonial. Nada havia de inibição mental nesse sentimento, de tal sorte que, em 1933, no Brasil, como em muitos outros países, adicionalmente à suspensão da conversibilidade, ficavam suspensos também a negociação e o apregoamento, e tinha início a era dos controles cambiais. (...)

As taxas múltiplas e os controles não eram uma prática unicamente brasileira, longe disso” (p. 44).

Apesar de dotar os Estados de uma capacidade inédita de gestão de suas políticas monetária e cambial, essa mudança, em sua dimensão sistêmica, dificultou muito o relacionamento comercial entre os países. Foi esse contexto que fez com que autoridades de diferentes países buscassem a reconstrução de um sistema internacional de intercâmbio, que

é enfim estabelecido em Bretton Woods, em 1944. As regras de Bretton Woods harmonizaram uma ampla liberdade para a execução de política monetária, cambial e fiscal, com um referencial internacionalmente reconhecido para trocas.

O Dólar ganhou centralidade, mas, diferentemente do ouro, ele se forma apenas como divisa, contemplando somente as transações feitas no mercado internacional. No mercado doméstico, os Estados ficavam plenamente aptos a determinar o que seria a moeda e submeter sua gestão às suas pretensões políticas.

Assim sendo, para o Brasil, o fato de estar com uma delegação em Bretton Woods e se colocar inclusive como membro original das IFIs que foram constituídas nas Conferências nada representou em termos de reversão na ordem que havia se firmado no período do Governo Provisório. Tampouco houve restrições significativas impostas a partir do centro do sistema sobre as políticas monetária e cambial até a ocorrência da crise mexicana e da mudança de postura do FMI em relação aos países periféricos que se seguiu à crise.

A única mudança institucional notável pela qual passou o Brasil no contexto da adesão ao sistema de Bretton Woods foi a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) através do Decreto-lei nº 7.293, de 2 de fevereiro de 1945, editado ainda no Estado Novo. Em grande medida, a SUMOC foi criada para cumprir com a determinação constante do Artigo V, Seção 1, do estatuto do FMI, que exigia que o relacionamento entre a IFI e seus membros fosse mediada por uma autoridade monetária⁶⁹. O Brasil não contava com órgãos da administração pública com a natureza jurídica exigida, havendo apenas o BB, que, apesar de ser um banco comercial, contava com algumas funções típicas de autoridade monetária e a Caixa de Amortização, ligada ao Tesouro Nacional, que também não constituía propriamente um órgão como viria a ser a STN a partir de 1986.

A SUMOC tornou-se o órgão responsável pela administração do meio circulante no país, substituindo a Caixa de Amortização (SILVA, 2009, p. 38). Além disso, a SUMOC absorveu também parte das competências anteriormente detidas pelo BB, notadamente a capacidade de fiscalizar os bancos; orientar a política de câmbio e operações bancárias em geral; e autorizar a compra e venda de ouro ou de cambiais, nos termos do art. 3º do Decreto-lei nº 7.293/1945.

⁶⁹ A determinação subsiste até hoje no estatuto do FMI. *In verbis*: “Cada membro deverá negociar com o Fundo somente por meio de seu Tesouro, banco central, fundo de estabilização ou outro órgão fiscal similar, e o Fundo somente negociará com ou através das mesmas agências”.

Pode parecer que isso tenha representado uma mudança significativa em relação ao que foi construído em 1933, especialmente em razão de uma aparente diminuição da capacidade do BB. No entanto, a forma como a SUMOC foi constituída enquanto instituição diminuiu muito qualquer efeito disruptivo que pudesse surgir a partir de sua criação. A ação da SUMOC foi, em grande medida, inócua.

Em primeiro lugar, a Instrução SUMOC nº 1, de 5 de fevereiro de 1945, que regulamentou o Decreto-Lei nº 7.293/1945 já conferiu ao presidente do BB o lugar de primeiro substituto da presidência da própria SUMOC. Além disso, apesar de, nos termos do Decreto 7.293/1945, a SUMOC ter a competência para receber, com exclusividade depósitos de bancos autorizar o redesconto de títulos e empréstimos a bancos, era o BB quem administrava “a Carteira de Mobilização Bancária (CAMOB), encarregada dos empréstimos de última instância, a Carteira de Redescontos (CARED) e os depósitos das reservas bancárias” (JALORETTO, 2017, p. 69). Ademais:

“[P]elo fato de o BB ser depositário das reservas bancárias e, ao mesmo tempo, banco comercial, o enxugamento da liquidez via depósitos compulsórios era anulado porque essas reservas permitiam a expansão monetária via Banco do Brasil; além disso, por meio de artifícios contábeis de emissão e cancelamento de créditos entre o BB, o Tesouro e a Cared, havia ‘encampanções’ periódicas de papel-moeda emitido, sancionando o aumento do meio circulante e anulando qualquer tentativa da Sumoc em reduzir a liquidez do mercado” (JALORETTO, 2017, p. 69).

Essa capacidade de financiamento sujeita apenas às considerações estratégicas das autoridades não vinha sem custos. Os efeitos mais relevantes se davam sobre a inflação, que era entendida como diretamente associada à quantidade de moeda, e sobre o câmbio que, por ter uma paridade fixa em relação ao Dólar nos termos do sistema de Bretton Woods, ficava sujeito à desconfiança dos círculos da alta finança internacional, que ganharam muita importância depois da criação das IFIs e do final da Segunda Guerra Mundial, quando passaram a aflorar os financiamentos institucionais, e depois da reconstrução dos países centrais, quando as empresas transnacionais do centro passaram a buscar mercado na periferia, dispostas a executar investimentos diretos. De fato, a SUMOC conviveu com a tensão existente entre a manutenção da autonomia em matéria de política monetária e cambial e a necessidade de enviar sinais considerando as exigências dos financiadores estrangeiros.

Exemplo disso se deu quando Café Filho, buscando prestígio junto aos círculos financeiros internacionais para obter empréstimos do exterior e assim levar o câmbio de

forma crível a um patamar que julgasse conveniente, compôs o núcleo econômico de seu governo com quadros marcadamente liberais, indicando Eugênio Gudin para o Ministério da Fazenda, Octávio Bulhões para a presidência da SUMOC e o Deputado e banqueiro Clemente Mariani para a presidência do BB. O centro da estratégia de Gudin foi a edição da Instrução SUMOC nº 108, que elevava as taxas de redesconto e tirava do BB os depósitos compulsórios do sistema bancário, visando a redução do crédito. O resultado foi uma crise de liquidez, com recessão e falência de bancos, bem como a posterior revogação da Instrução nº 108 (LARA-RESENDE, 2017, pp. 41-42).

Entretanto, a atuação geral da SUMOC no período em que existiu, que compreende basicamente a República Nova, foi no sentido de reforçar a capacidade do Estado de gerir a política monetária e a política cambial segundo seus interesses políticos. Foi sob os auspícios dessa entidade que se multiplicaram os regimes de câmbio, merecendo destaque a Instrução SUMOC nº 70, de 9 de outubro de 1953, baixada durante o governo eleito de Getúlio Vargas, que introduziu o sistema de taxas múltiplas de câmbio, e a Instrução SUMOC nº 113, de 17 de janeiro de 1955, editada quando Gudin era seu presidente, que permitiu a importação de bens de capital por investidores estrangeiros à taxa “livre” em um regime cambial mais favorável, desde que fossem observadas determinadas condicionalidades e a operação contasse com a anuência da Carteira de Comércio Exterior (CACEX) do BB (PINHO NETO, 2014, p. 146). O procedimento da Instrução SUMOC nº 113 foi amplamente utilizado por empresas multinacionais no contexto do Plano de Metas do governo de Juscelino Kubitschek.

No governo Jânio Quadros, a SUMOC novamente adotou uma orientação no sentido de limitar a liberdade do governo exercer o controle político do câmbio e da política monetária. A Instrução SUMOC nº 204, de 13 de março de 1961, que eliminou categorias de câmbio e mudou o patamar de outras, marcou esse momento. Paralelamente, um movimento de simplificação sistema de taxas múltiplas já estava em curso desde a edição da Lei nº 3.244, de 14 de agosto de 1957.

Depois do Golpe de 1964, os militares conseguiram conciliar tanto a posição autonomista em relação às políticas monetária e cambial, quanto a que buscava legitimidade perante os mercados internacionais, mudando os incentivos e a forma de participação do capital estrangeiro no mercado brasileiro. Essa composição teve por base três leis promulgadas ainda no primeiro ano do regime militar e no contexto do Plano de Ação

Econômica do Governo (PAEG): a Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964; a Lei nº 4.390, de 29 de agosto de 1964; e a Lei nº 4.595/1964.

A Lei nº 4.357/1964 criava uma nova espécie de título público denominado Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN), cujo valor nominal seria atualizado periodicamente em função das variações do poder aquisitivo da moeda nacional, nos termos do art. 1º, §1º, da Lei. Conforme o art. 7º, §1º, essa atualização seria feita a partir de uma tabela elaborada, trimestralmente, por um órgão do governo⁷⁰. O procedimento de correção monetária introduzido por essa medida permitia dar uma garantia contra a inflação e o risco cambial⁷¹ a investimentos e financiamentos externos que fossem feitos no Brasil. DE CHIARA (1986, pp. 186-188) mostra como, nos anos seguintes, a correção monetária tornou-se parte fundamental das relações econômicas, criando uma indexação abrangente da economia brasileira.

Mais explicitamente buscando abrir a economia nacional aos capitais externos, a Lei nº 4.390/1964 flexibilizou dispositivos da Lei nº 4.131/1961, também chamada de Lei de Remessa de Lucros, que até hoje regula importantes aspectos dos fluxos de capital entre o Brasil e o exterior (MESQUITA, 2014, p. 186) e orientou a CNC, o RMCCI e as Circulares que os sucederam a partir de 2013. Anos mais tarde, a Resolução nº 63, de 21 de agosto de 1967, do BACEN ampliou a abertura ao financiamento externo, permitindo que bancos autorizados a operar em câmbio contratassem diretamente empréstimos externos destinados a serem repassados a empresas no Brasil.

Por sua vez, a Lei nº 4.595/1964, também chamada de Lei do Sistema Financeiro Nacional (SFN), foi a responsável por criar o BACEN, que sucedeu a SUMOC, na forma do art. 8º da Lei, e o CMN, que substituiu a SUMOC em suas competências, conforme o art. 1º. Competências que até então eram do BB foram também alteradas e redistribuídas.

Ao BACEN, caberiam as funções de emissão de moeda, gestão do meio circulante, fiscalização das instituições financeiras, definição dos depósitos compulsórios das instituições bancárias, depositário do ouro e moeda estrangeira, representação do Brasil

⁷⁰ Inicialmente, essa função foi desempenhada pelo Conselho Nacional de Economia, que havia instituído pelo artigo 205 da Constituição de 1946. Esse órgão foi extinto pelo art. 181 da Constituição de 1967 e, depois disso, a tarefa passou para a competência do Ministério do Planejamento.

⁷¹ A correção monetária permitiu também que fosse contornada a limitação de juros a 12% imposta desde 1933 pelo Decreto nº 22.626, de 7 de Abril de 1933, também chamado de Lei da Usura. A inflação alta impedia que os financiamentos de mais longo prazo compensassem.

perante as IFIs e gestão da política cambial. O BB seria instrumento de execução da política creditícia e financeira do Governo Federal, perdendo quase todas suas funções típicas de Banco Central e regulador do sistema financeiro, mas preservando, ainda assim a custódia dos depósitos voluntários das instituições financeiras. O CMN sucederia o Ministério da Fazenda em suas atribuições legais e regulamentares relativamente ao meio circulante, inclusive as exercidas pela Caixa de Amortização, e a ele caberia o papel de coordenador geral da política monetária e cambial do Brasil. Os recursos da CAMOB e da CARED foram encampados pelo Tesouro Nacional.

Essas reformas sinalizavam no sentido de políticas monetárias e cambial mais restritivas. Com as ORTN, em princípio, a inflação decorrente de emissão corresponderia a um custo para o Tesouro Nacional. Além disso, a liberdade do BB havia sido bastante diminuída com a transferência de muitas de suas competências para o BACEN. No entanto, alguns aspectos da Lei nº 4.595/1964 permitiram que essas inovações convivessem com as práticas de política autônoma que tinham se instalado desde o Governo Provisório de Getúlio Vargas.

Em primeiro lugar, o art. 4º, III, da Lei 4.595/1964 previa que ao CMN competia aprovar os orçamentos monetários, preparados pelo BACEN, por meio dos quais se estimariam as necessidades globais de moeda e crédito. Apesar do nome, o orçamento monetário não possuía ligação com o orçamento fiscal apreciado pelo Parlamento e, principalmente, era estimativo e estava sempre sujeito a ratificações e suplementações (JALORETTO, 2017, p. 71).

Paralelamente, no contexto da transição de funções do BB e do BACEN, foi necessária a criação de um instrumento por meio do qual o Banco do Brasil pudesse prover o BACEN de recursos para que a nova instituição pudesse constituir seu quadro administrativo e iniciar o exercício de seu mandato. Por meio da Carta Reversal de maio de 1965, as instituições criaram a Conta Movimento, que serviria para registro dos fluxos transitórios entre elas. O fundamento legal que seria reivindicado para a manutenção da Conta Movimento era o art. 19, § 1º, da Lei n.º 4.595/1964, que dispunha que o CMN asseguraria recursos específicos ao BB para atender aos encargos previstos na lei (YAMAGUCHI FERREIRA, 2018, pp. 93-94).

Utilizando-se o orçamento monetário para realização do controle monetário dessa movimentação, o que acabou sendo criado foi um novo canal direto entre a atividade de

financiamento do BB e a emissão agora a cargo do BACEN (JALORETTO, 2017, p. 71). Estando o CMN e as direções do BB e do BACEN submetidas à política do Governo Federal, essa estrutura poderia facilmente recriar a autonomia sobre política monetária e política cambial típica dos períodos anteriores. Segundo PASTORE (2017):

“Antes do plano de estabilização de Campos e Bulhões – o Paeg –, os déficit públicos eram financiados com emissão de moeda – a senhoriagem. (...) Depois de criado o Banco Central os déficit continuaram a ser predominante financiados com a emissão monetária” (p. 438).

A política cambial que, após a edição da Lei do SFN, passou a ser conduzida pelo BACEN a partir do que era estabelecido pelo CMN seguiu sendo exercida com relativa liberdade. Segundo SUPLICY (1974, p. 44), “entre dezembro de 1964 e janeiro de 1968, o cruzeiro foi desvalorizado três vezes, em 19, 23 e 18%, a intervalos de 323, 454 e 325 dias respectivamente”. A partir de agosto de 1968, passou-se a adotar uma política de minidesvalorizações cambiais com base na variação da Paridade de Poder de Compra (PPC) da moeda (ALMEIDA & BACHA, 1999, p. 9). Esse período de minidesvalorizações caracterizado por algum gradualismo era esporadicamente interrompido por uma desvalorização maior da taxa de câmbio, como ocorreu em fevereiro de 1983, ocasião em que o Governo desvalorizou o Cruzeiro em 30% em relação do Dólar (CARNEIRO & MODIANO, 2014, p. 270).

Com esse arranjo normativo e institucional, o regime militar conseguiu, ao mesmo tempo, garantir os investimentos e empréstimos feitos a partir de entidades estrangeiras, dando aos setores público e privado brasileiros acesso ao financiamento internacional e preservar a capacidade de financiamento doméstico através da emissão conduzida pelo BB e garantida pelo BACEN. Esse arranjo esteve presente ao longo do ciclo muito forte de expansão da atividade econômica do Brasil, compreendendo o período do “milagre” brasileiro, entre 1968 e 1973, e o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), entre 1973 e 1979. Essa relação entre CMN, BACEN e BB, articulada com o papel da correção monetária introduzida com as ORTN, a maior abertura ao capital externo e o controle sobre o câmbio, deram origem à forma mais bem acabada do apartamento quase completo entre as políticas monetária e cambial brasileiras e preservou a autonomia do governo em relação à sua gestão.

A partir da crise mexicana de 1982 e do condicionamento da reabertura dos canais de financiamento externo, a economia brasileira perdeu dinamismo e passou a depender do

financiamento através de emissão, levando a índices de inflação cada vez mais altos. Essa crise precipitou a abertura política e, já na Nova República, a revisão do papel de todas as instituições ligadas às políticas monetária e cambial.

10. Formação do atual padrão institucional

A revisão das instituições responsáveis pelas políticas monetária e cambial brasileiras na Nova República foi total. Ela se deu especialmente no marco do neoliberalismo, identificado com os governos de Fernando Collor de Mello e Fernando Henrique Cardoso, mas há relevantes traços de continuidade a partir de iniciativas tomadas desde o final da Ditadura militar.

De maneira bem geral, é possível dizer que, do ponto de vista institucional, a revisão do papel das instituições ocorrido no período se deu no sentido de insulá-las a partir de marcos legislativos. A tendência foi a progressiva retirada da autonomia e da influência do governo, do parlamento e mesmo dos grupos de interesse da gestão das políticas monetária e cambial.

Entendemos que, não obstante seu novo desenho tenha se mostrado adequado a ponto de seguir vigente até o momento em que esta Dissertação foi concluída, as autoridades monetárias sofreram transformações que as tornaram menos permeáveis a mudanças que poderiam ter facilitado sua atuação e aumentado sua capacidade de coordenação em um momento de crise. O grau de insulamento do BACEN e do CMN também dificulta que seja feita uma revisão da estrutura desses órgãos, de modo a adequá-los às novas demandas que foram postas diante das autoridades monetárias do mundo todo na última década. Esta seção se destina a explicar a construção histórica desse insulamento institucional nas últimas três décadas e meia.

A Nova República começou em março de 1985, quando José Sarney, primeiro civil a assumir a Presidência desde 1964 tomou posse. Eleito Vice-Presidente indiretamente pelo Congresso Nacional, Sarney assumiu o Governo no lugar de Tancredo Neves, Presidente eleito em sua chapa, que havia sido internado no dia anterior à posse e veio a falecer pouco mais de um mês depois, sem ser empossado.

Na área econômica, o maior desafio do governo Sarney, desde o início, era o controle da inflação. As medidas mais permanentes tomadas para tanto foram principalmente no sentido de desconstrução do sistema moldado pela Ditadura. Houve também espaço para a criação institucional, adicionando alguma novidade especialmente na gestão da política fiscal. Considerando ser a capacidade de autofinanciamento do Estado por via de emissão

monetária a causa da inflação, as medidas tinham como um de seus objetivos reduzir o controle exercido pelo governo sobre a política monetária.

Quando do início da Nova República, o governo encontrava, em verdade, algum incentivo para manter a inflação, uma vez que o processo inflacionário modulava os efeitos da dívida pública. PIKETTY, (2014) assim descreve uma situação em que há esse incentivo:

“Concretamente, sendo a dívida pública um ativo nominal (cujo preço é prefixado e não varia com a inflação), e não um ativo real (cujos preços variam em função da situação econômica, em geral de maneira tão rápida quanto a inflação, como o preço dos ativos imobiliários ou mobiliários), basta ter um pouco de inflação adicional para reduzir bastante o valor real da dívida pública. Por exemplo, com uma inflação de 5% ao ano, em vez de 2%, ao fim de cinco anos o valor real da dívida, expresso em porcentagem do PIB, seria reduzido em mais de 15% (sendo tudo o mais igual), uma diminuição considerável” (...) não é por acaso que todos os grandes bancos centrais do planeta — seja o Federal Reserve nos Estados Unidos, o Banco do Japão ou o Banco da Inglaterra — tentam atualmente aumentar sua meta de inflação, de forma mais ou menos explícita, e para alcançar esse fim experimentam diversas políticas ditas ‘não convencionais’” (p. 530).

Além disso, se veria que o chamado *efeito Tanzi*, segundo o qual a inflação seria um fator que levaria o governo a perder capacidade arrecadatória dado que o fato gerador e o efetivo pagamento do tributo são diferidos no tempo, não seria relevante no Brasil, dado o grau de indexação das receitas do Governo. A esse fenômeno brasileiro deu-se o nome de *efeito Bacha* ou *efeito Tanzi às avessas*.

No entanto, a situação brasileira era muito particular. Além do fato de que a inflação corroía a renda dos brasileiros que não estavam abarcados pelo sistema bancário e, portanto, não tinham seus rendimentos atrelados aos instrumentos de correção monetária, a situação de pânico em relação aos países da periferia que se seguiu à crise do petróleo em 1979 e à crise mexicana havia imposto uma restrição externa da economia brasileira (CARNEIRO & MODIANO, 2014, p. 275) em relação ao investimento estrangeiro, que desde as alterações legislativas da década de 1960 tinha papel relevante. A inflação impedia acesso a esse capital, principalmente para investimentos de longo prazo.

As iniciativas principais do novo governo na área econômica se concentraram no ano de 1986. Primeiramente, por meio do Voto 045/1986⁷² na 460ª sessão do CMN, ocorrida em 30 de janeiro de 1986, o Conselho extinguiu a Conta Movimento, alterando os termos do

⁷²

Disponível em <
https://www.bcb.gov.br/conteudo/cmnm/Extrato%20de%20Atas%20das%20Reunies/Extrato_CMN_1986.pdf
 >. Acesso em 31 de maio de 2019.

relacionamento institucional entre BACEN e BB. Essa medida em si já suprimia o acesso do BB aos poderes de emissão de que dispunha o BACEN, limitando a capacidade do BB de conceder crédito. No mês seguinte, o Decreto-Lei nº 2.283, de 27 de fevereiro de 1986, introduziu o Plano Cruzado, a mais ousada iniciativa do governo Sarney em relação à inflação.

Na contramão das medidas ortodoxas de desvalorização cambial empregadas no final da ditadura militar, o Plano Cruzado partia de um diagnóstico diverso que preconizava a necessidade de um “choque heterodoxo”, presente em um pequeno artigo escrito por Francisco Lafaiete Lopes, que anos depois seria alçado ao cargo de Presidente do BACEN durante um curto período de tempo no Governo de Fernando Henrique Cardoso. O artigo, publicado em agosto de 1984, reconhecidamente continha “uma proposta firme e corajosa de congelamento” (BRESSER-PEREIRA, 2010, p. 181) e o sugestivo título *Só um choque heterodoxo pode derrubar a inflação*.

De pronto, o autor reconhecia a natureza inercial do processo inflacionário brasileiro, tomando por base para essa conclusão a ineficácia das estratégias ortodoxas, aplicadas quando o Governo brasileiro se submeteu ao receituário do Consenso de Washington, conduzido pelo FMI. Sem conseguir conter a inflação, essas medidas estavam apenas produzindo uma recessão até então inédita.

A inflação inercial era descrita como aquela em que a principal causa da inflação é a própria inflação passada e, por conta disso, sua dinâmica não seria afetada por uma política austera tampouco pela contenção do déficit público. O arrocho monetário era obtido por meio de aumento nos juros, o que, por sua vez, conduzia a racionamento de crédito e recessão, sem que houvesse contrapartida positiva (LOPES, 1984, p. 1).

Diante desse cenário, o autor propunha um conjunto de ações que formariam o choque heterodoxo, que, em sua opinião, seria a única saída efetiva da crise. O choque heterodoxo consistiria “no congelamento ríspido e total de preços acompanhado por uma liberalização das políticas monetárias e fiscais” (LOPES, 1984, p. 2). Ele, então, passa a detalhar as medidas do choque.

A primeira medida descrita era o congelamento de preços. Um plano de dois anos de duração, no qual haveria congelamento total de todos os preços públicos, preços administrados pelo Governo e preços industriais controláveis pelo CIP durante seis meses.

Nos demais dezoito meses, esses preços seriam controlados dentro de um teto de reajuste mensal de 1,5%.

Havia também a previsão de um acordo salarial. Segundo essa previsão, durante os seis primeiros meses, todos os salários seriam aumentados apenas à taxa de 0,5% ao mês, para que houvesse recomposição do salário real. No início do programa, alguns trabalhadores receberiam abonos para evitar que seu poder de compra ficasse muito erodido em uma situação em que o congelamento tivesse se dado com os salários desses trabalhadores já defasados. A segunda fase contaria com livre negociação e periodicidade de reajuste dada pelo Governo.

No que diz respeito à política cambial, o autor apenas estabelecia que a taxa de câmbio seria administrada de modo a estabilizar os preços domésticos dos insumos importados. Quanto à política monetária e o déficit público, LOPES diz que os objetivos de mudanças nesses setores deveriam ser a reativação do nível de atividade com a retomada do crescimento. A política monetária deveria ser consistente com o crescimento da liquidez real da economia e procurar reduzir a taxa real de juros. O controle do déficit teria que ser subordinado às necessidades de reativação do investimento público. “A reativação da economia permitiria às empresas suportar mais facilmente o congelamento inicial e o controle posterior dos preços” (LOPES, 1984, p. 3).

O choque heterodoxo acabou servindo como base para os planos econômicos anteriores ao Real, como foi o caso do Plano Cruzado. Os resultados do choque heterodoxo em relação ao controle da inflação, no entanto, foram extremamente limitados em todos os planos econômicos em que ele foi empregado.

De todo modo, foi essa ideia de congelamento que levou o governo Sarney a, por meio do art. 36 do Decreto-Lei 2.283/1986, a congelar todos os preços da economia, inclusive aluguéis residenciais, nos níveis do dia 27 de fevereiro de 1986. Além disso, o art. 6º Decreto-Lei previa o congelamento do valor das ORTN pelo prazo de um ano, inclusive alterando a nomenclatura do título para Obrigações do Tesouro Nacional (OTN). O art. 6º, §1º, previa que o valor da OTN somente seria atualizado ao final do prazo de um ano, seguindo a variação do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), que seria elaborado pelo IBGE.

Ao descaracterizar as ORTN, o governo buscou eliminar mais um pilar de sustentação da política monetária aplicada no período da ditadura. Entretanto, a indexação ainda demoraria para ser contornada. Passado um ano do decreto, a correção monetária das OTN retornou, mas o título veio a ser definitivamente extinto pela Lei nº 7.730, de 31 de janeiro de 1989. Por meio da Lei nº 7.777, de 19 de junho de 1989, o governo criou os Bônus do Tesouro Nacional (BTN) que ofereciam um referencial para ajustamento dos contratos, mas demandava que eles tivessem prazos superiores a 90 dias. Os BTN foram ainda sucedidos pela Taxa Referencial (TR), criada pela Lei nº 8.177, de 1º de março de 1991, e, finalmente, pela URV.

Paralelamente à edição do Decreto-Lei 2.283/1986, o Governo anunciou a intenção de manter congelada por um ano a taxa de câmbio da nova moeda, o Cruzado, em relação ao Dólar no nível vigente em 27 de fevereiro de 1986, data de edição do Decreto, equivalente a 13,84 Cz\$/USD. Entretanto, já em outubro, o Governo promoveu uma primeira desvalorização cambial (MODIANO, 2014, pp. 291 e 295).

Por meio do Decreto nº 92.452, de 10 de agosto de 1986, o governo criou a STN. Essa medida efetivamente tirou do BB o controle sobre as contas do governo federal, complementando a extinção da Conta Movimento efetuada pelo CMN no início do ano. Além disso, a STN se colocava como instância intermediária na relação do BACEN com o Governo na medida em que caberia a ela a emissão de títulos que seriam negociados pelo BACEN. Por fim, o Decreto nº 94.442, de 12 de junho de 1987, extinguiu o orçamento monetário, unificando-o ao orçamento fiscal submetido anualmente ao Congresso Nacional.

Com isso, foram endereçados todos os elementos constitutivos das políticas monetária e cambial do período da Ditadura Militar, tendo sobrevivido apenas a correção monetária. A extinção da Conta Movimento, do Orçamento Monetário e a criação da STN serviram para deixar o BACEN apenas com suas funções típicas e, por outro lado, isolaram-no de sua interlocução com o BB e o Governo. Além disso, o Decreto nº 94.444, de 12 de junho de 1987, tirou do BACEN funções de fomento que a autarquia mantinha desde sua criação, extinguindo relações entre o BACEN e setores produtivos. O CMN restava como foro de coordenação econômica dos órgãos do Governo Federal.

Esse conjunto de medidas, no entanto, não se mostrou capaz de conter a inflação e o que se viu no restante do governo Sarney foram novos planos econômicos envolvendo congelamento, bem como momentos de desvalorização cambial à moda ortodoxa.

Em dezembro de 1989, o Brasil teve a primeira eleição presidencial direta depois da Ditadura Militar e foram para o segundo turno Luís Inácio Lula da Silva e Fernando Collor de Mello. Collor foi eleito por margem pequena com um discurso no qual dizia pretender “modernizar” o Estado brasileiro, o que se traduziu na abertura da economia e no processo de privatizações, inaugurando “o que poderíamos chamar de ‘era liberal’ no Brasil” (FILGUEIRAS, 2000, pp. 83-84).

Collor fez um Governo curto, interrompido por sua renúncia no final de 1992, mas que representou o surgimento de uma proposta de “um projeto de longo prazo, que articulava o combate à inflação com a implementação de reformas estruturais na economia, no Estado e na relação do país com o resto do mundo, com características nitidamente liberais” (FILGUEIRAS, 2000, p. 84), apesar de ter sido naquele momento liderado de maneira politicamente inábil e incapaz de unir as elites em torno dele. Esse processo seria conduzido de forma muito mais organizada e sólida ao longo do governo de Fernando Henrique Cardoso, mas cabe destacar as medidas de liberalização dos mercados de câmbio e de capitais adotadas ainda em 1991.

O que vigia até 1991 nos mercados de câmbio e de capitais era a Resolução BACEN nº 1.289, de 20 de março de 1987, com seus três anexos que disciplinavam respectivamente a constituição, o funcionamento e a administração de Sociedade de Investimento – Capital Estrangeiro, Fundo de Investimento – Capital Estrangeiro e Carteira de Títulos e Valores Mobiliários mantida no País. Os Anexos IV e V, incluídos na Resolução nº 1.289/1987 respectivamente pela Resolução do BACEN nº 1.832, de 31 de maio de 1991, e pela Resolução do BACEN nº 1.848, de 31 de julho de 1991, abriam novas possibilidades nesses mercados.

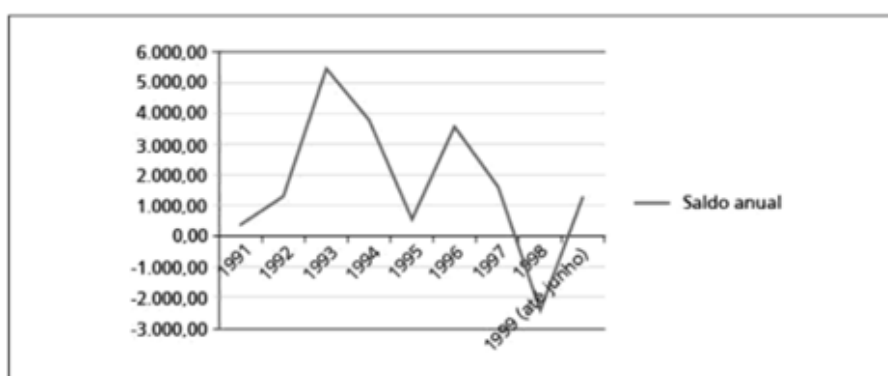
O Anexo IV permitiu que investidores institucionais, tais como fundos de pensão, carteiras próprias de instituições financeiras, companhias seguradoras e fundos mútuos de investimento constituídos no exterior administrassem carteiras de valores mobiliários no Brasil, sem que houvesse necessidade de intermediários locais, e revogava medidas de gestão de fluxos de capital, como quarentenas ou exigência de aplicação de capital mínimo, possíveis no regime anterior. Ademais, os rendimentos pagos ou creditados à carteira pelos

emitentes dos títulos e valores mobiliários que a compunham e o ganho de capital auferido em sua negociação seriam isentos de imposto de renda na fonte. Por sua vez, a inclusão do Anexo V permitia que companhias brasileiras pudessem ser negociadas em bolsas estrangeiras por meio de *American depositary receipts* (ADRs) e *International depositary receipts* (IDRs) e que os recursos resultantes dessas negociações pudessem ingressar no Brasil.

Essas medidas marcam o fim do gestão de fluxos de capital na forma como passou a ser desempenhado na década de 1930 na economia brasileira, por meio de legislação infraconstitucional. O IOF tornou-se o único instrumento disponível às autoridades brasileiras para a adoção desse tipo de medida, mas, como vimos, sua efetividade é questionada.

Especialmente em relação ao Anexo IV, MATTOS FILHO & PRADO (2011) muito bem apontam que essa medida teve como resultado um desejado aumento do investimento externo no Brasil, mas que veio acompanhado de volatilidade, uma vez que esse fluxo de capital estava sujeito a flutuações causadas por mudanças na conjuntura de outros países emergentes. Os autores observam como isso ficou claro nas situações de crise da década de 1990, apresentando inclusive o gráfico a seguir no qual as mudanças de tendência para baixo e os vales coincidem com os episódios de crise na década de 1990, compreendendo o efeito Tequila entre 1994 e 1995, a crise asiática em 1997 e a crise russa em 1998:

Gráfico 13



Saldo anual dos recursos de capitais via Anexo IV (milhões de USD)

Fonte CVM apud MATTOS FILHO & PRADO (2011)

Quanto ao significado dessas mudanças regulatórias, afirma CONCEIÇÃO TAVARES (2012, p. 478):

“A liberalização dos mercados de câmbio e de capitais – através dos famosos Anexos IV e V da legislação do mercado de capitais e da nova regulamentação do capital estrangeiro – foi executada por um jovem economista, Armínio Fraga, na direção de câmbio do Banco Central, seguido por Gustavo Franco, que completou o processo de liberalização cambial” (p. 478).

Com sua popularidade profundamente abalada depois de mais um plano que se mostrou pouco eficiente no sentido de controlar a inflação, Collor se viu envolvido em um escândalo de corrupção que, ao final, motivou sua renúncia do cargo de Presidente da República. Depois da renúncia de Collor, coube a Itamar Franco, que ocupava o cargo de Vice-Presidente na sua chapa coordenar a montagem de um novo Governo.

Foi durante o governo Itamar que teve início o Plano Real, o novo plano econômico, que dessa vez seria bem sucedido. O Real teve início em 1993, mas sua base teórica remontava a 1984, ocasião em que uma dupla de economistas brasileiros apresentou em uma conferência nos EUA o artigo *Inertial Inflation and Monetary Reform in Brazil*, estudo no qual também se propunha uma estratégia de solução para a inflação brasileira. Eram eles Pécio Arida e André Lara-Resende. Esse artigo é uma espécie de embrião do Plano Real e, mais tarde, seus autores também estariam na equipe econômica do Governo de Fernando Henrique Cardoso.

Logo no início do artigo, os autores assumiam que o arrocho no mercado de crédito internacional tornou crucial a conversão para a austeridade. O contexto que levou à crise de liquidez externa do mercado brasileiro era lembrado, fazendo-se referência à crise da dívida mexicana de 1982 e a inflação era colocada como uma das consequências desse contexto (ARIDA & LARA-RESENDE, 1985, p. 2).

Segundo os autores, a resistência da inflação, que à época estava em torno de 230%, causava perplexidade e levava alguns especialistas a concluir não havia ocorrido um programa de ajuste no país. O ajuste, entretanto, havia ocorrido e as razões da resistência do processo inflacionário às medidas de austeridade deveriam ser encontradas em outras bases, que não a ignorância ou a negação do esforço de ajuste (ARIDA & LARA-RESENDE, 1985, p. 4).

Diante desta situação, eles traziam uma coleção de diagnósticos para o fenômeno da inflação brasileira que estavam sendo discutidos à época. Esses diagnósticos eram apresentados na forma de cinco abordagens. A primeira abordagem negava o fracasso das medidas ortodoxas de austeridade e dizia que seu efeito seria ainda sentido no futuro; a

segunda não negava o fracasso, mas a existência em si das medidas de austeridade; a terceira reconhecia a existência e a falha das medidas de austeridade, mas acreditava que a confiança voltaria com a instalação de um Governo com credibilidade; a quarta abordagem dizia que um choque ortodoxo, ou seja, uma contração monetária maior e mais abrupta seria necessária para conter a inflação; e, por fim, havia a abordagem que defendia a necessidade de um choque heterodoxo, como vimos acima.

Os autores dizem que a visão do choque heterodoxo tinha o mérito de reconhecer a natureza inercial da inflação brasileira, mas sua fraqueza estaria no fato de que o congelamento colocaria alguns em posição de desvantagem quando da atualização dos valores e pressões desses grupos fariam que a inflação voltasse.⁷³ Além disso, dever-se-ia levar em consideração que a demanda por dinheiro durante o congelamento aumentaria dado que não seria mais tão custoso manter o dinheiro sem circular, conduzindo a um fenômeno chamado de redução na velocidade-renda de circulação da moeda.

Eles passavam então a fazer comentários sobre a inflação inercial e a indexação. A inflação se tornaria inercial quando os contratos tivessem cláusulas de indexação que restabelecem seu valor real após intervalos de tempo fixados e grandes acelerações da inflação conduziram a um encurtamento do tempo de duração dos contratos. A inflação, nesses casos começaria a ser incrementada com base na própria memória da economia local, ou seja, os valores se atualizariam não por conta de um desequilíbrio estrutural, mas diante da própria expectativa gerada pela inflação passada que diminuía o tempo de reajuste dos contratos.

Hiperinflações costumariam acabar por si só, diante do excessivo encurtamento do intervalo de reajuste dos contratos, fazendo com que a indexação se tornasse irrelevante. O caso brasileiro ainda não havia chegado a esse ponto, por isso a proposta trazida por Lara-Resende e Arida nesse artigo envolvia induzir o encolhimento da memória do sistema econômico sem depender da chegada à hiperinflação. Para tanto, era necessária uma reforma monetária.

A economia brasileira tinha uma relevante particularidade que fazia com que essa solução fosse bem-vinda, segundo os autores. O fato é que o encolhimento da memória da

⁷³ Os autores do texto não citam FURTADO, mas entendemos que é novamente conveniente fazer remissão à sua explicação do processo inflacionário cf. nota 50 supra.

economia brasileira por si só era mais complicado pelo fato de que a maioria dos contratos eram indexados com base em um índice oficial que era divulgado mês a mês, a ORTN.

Apesar da importância das ORTN, duas variáveis fundamentais da economia brasileira não eram nelas indexadas: a taxa de câmbio nominal, reajustada semanalmente; e os salários, cujo gatilho de reajuste era mais amplo e se dava conforme reajustes no índice de preços ao consumidor, fazendo com que impactos de aceleração da inflação fossem maiores para os trabalhadores.

Apontando a insuficiência das cinco abordagens apresentadas, os autores apresentavam uma proposta para a contenção do processo inflacionário brasileiro. Doravante, chamaremos-na de “Proposta Larida”, conforme se convencionou chamar. A proposta Larida tinha como fundamento algumas premissas: a economia brasileira não sofria de excesso de demanda; também não havia pressão advinda de choque de oferta. Juntas, essas duas premissas levavam a formação de uma terceira que concluía o raciocínio: a inflação brasileira era, em sua maior parte, inercial.

A Proposta Larida era apresentada como uma reforma monetária que consistia na introdução de uma moeda indexada que manteria a paridade um para um com a ORTN e, indiretamente, com a taxa de câmbio. O Cruzeiro, que era a moeda à época, continuaria se desvalorizando, mas seria possível trocar cruzeiros pela nova moeda, considerando a taxa de câmbio. O dinheiro nos bancos seria imediatamente convertido para a nova moeda, tal como as transações realizadas pelo BACEN. Os contratos indexados em ORTN passariam a ser cotados na nova moeda e os preços administrados também. A inflação do Cruzeiro continuaria sendo cotada, a inflação da nova moeda seria, por definição, nula. Os contratos de trabalho que previssem reajuste não seriam anulados, mas haveria a opção de converter seus valores para a nova moeda, segundo uma fórmula. O mesmo caberia para outros contratos indexados, como os de aluguel.

Assim sendo, a Proposta Larida era uma reforma monetária em que, simultaneamente, duas moedas teriam curso legal e curso forçado, sendo que uma delas teria paridade com as ORTN e com o Dólar. Por todas as suas vantagens, os autores acreditam que a demanda pela nova moeda seria alta e sua velocidade de circulação mais baixa. Isso demandaria uma política monetária expansionista em um primeiro momento. Seria do interesse dos agentes a conversão de seus créditos e obrigações para a nova moeda. Contratos e câmbio seriam posteriormente denominados com base nela.

A Proposta Larida não previa alterações na taxa de juro real nem nos salários reais. A indexação da moeda nova à ORTN acabaria tão logo o Cruzeiro saísse de circulação e todos os preços já estariam atrelados e indexados à nova moeda. Por fim, argumentava-se que deveria ser criado algum mecanismo legal que servisse de âncora para o valor da moeda, com capacidade de penalizar o gestor público que o desrespeitasse e adotasse medidas que pudessem trazer a inflação de volta.

A ideia de utilizar uma moeda indexada representava a indexação quase completa e instantânea de toda a economia a essa moeda. A moeda nova reindexaria a economia em si mesma, vencendo a inércia da inflação brasileira.

A Proposta Larida influenciou em grande medida o que viria uma década depois a ser o Plano Real. Porém, cabe ponderar que ela não trazia essencialmente elementos de liberalização dos mercados ou de sujeição à dinâmica dos mercados internacionais tão intensos como os que surgiram quando da implantação do Plano Real e derivados do Consenso de Washington.

Voltando ao Governo Itamar, a Constituição Federal previa, no art. 3º do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, uma Revisão Constitucional em 1993, cinco anos após sua promulgação. À época, pretendeu-se nessa revisão “a efetivação de reformas de caráter liberal na organização do Estado” (FILGUEIRAS, 2000, p. 101). O processo revisor não logrou essa direção e essas bandeiras liberais acabaram voltando mais tarde no discurso do candidato Fernando Henrique Cardoso, que assumiu a pasta da Fazenda ainda durante a primeira fase do Plano.

Ainda assim, a ideologia liberal se fez presente desde o início do Plano Real, dado que a primeira fase do Plano, que durou de maio de 1993 a fevereiro de 1994, visou à promoção de um ajuste nas contas públicas. Argumentava-se que, caso não houvesse o ajuste, obtido por meio da elevação e da desvinculação das receitas do Governo Federal, a queda abrupta da inflação causaria uma deterioração fiscal que ameaçaria o sucesso do Real. Isso se dava por conta do *efeito Tanzi às avessas* ou *efeito Bacha*, que, relembramos, tratava-se de uma relação negativa entre o déficit fiscal e a taxa de inflação (MODENESI, 2005, pp. 298-300).

É notável, portanto, que a vinculação de receitas do Estado a gastos sociais, conforme constitucionalmente pactuado cinco anos antes, tivesse passado a representar naquele

momento ameaça à estabilização. Isso demonstra que o Plano Real demandou a construção de um novo consenso político e jurídico alcançado na crise e esse consenso foi obtido, dado que “as reformas da ordem econômica foram todas aprovadas logo no primeiro ano de mandato [de Itamar Franco], com relativa facilidade no Congresso Nacional” (FILGUEIRAS, 2000, p. 111).

Nesse contexto, surgiu o Programa de Ação Imediata (PAI), em julho de 1993. Sua adoção visava redução de gastos públicos; elevação da receita fiscal criando imposto provisório sobre movimentação financeira (IPMF); redefinição de relações entre entes federativos; implantação de mudanças institucionais e saneamento a bancos estaduais e federais; também ampliava programa nacional de desestatização (PND), que havia sido criado por Collor. Também foi criado o Fundo Social de Emergência (FSE) com o objetivo de reduzir a rigidez dos gastos da União, possibilitando ao Governo federal obter graus de liberdade na condução da política fiscal, com o controle, ou até mesmo diminuição, das despesas (MODENESI, 2005, pp. 301-302).

Ainda assim, cumpre mencionar que houve durante o primeiro mandato de Cardoso “uma elevação constante da dívida líquida do setor público como proporção do PIB, que aumentou de 30% em dezembro de 1994 para 42% em dezembro de 1998” (MODENESI, 2005, p. 303).

A segunda fase do Plano, que foi de março a julho de 1994, teve como principal objetivo a *eliminação* da inércia inflacionária por meio de uma reforma monetária inspirada na moeda indexada da Proposta Larida. Para tanto, foi criada a URV, concebida com o objetivo fundamental de alinhar os preços relativos da economia brasileira, além de funcionar como um mecanismo de coordenação das expectativas inflacionárias. Um índice que fazia as vezes da moeda nova da Proposta Larida sem constituir uma moeda, em si.

A URV foi criada a partir da Medida Provisória n.º 434/1994. Tratava-se de:

“uma unidade de conta plenamente indexada, que evoluía de acordo com a variação pro rata dia de um conjunto formado pelos três índices de preços mais utilizados no Brasil: Índice Geral de Preços de Mercado (IGP-M), Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e Índice de Preços ao Consumidor (IPC), calculados, respectivamente, pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE)” (MODENESI, 2005, pp. 306-307).

Segundo FILGUEIRAS (2000), esses índices foram escolhidos por conta:

“do fato de que a evolução observada dessa média, no passado recente, se aproximava da evolução histórica do câmbio, ou seja, o objetivo era amarrar a URV ao dólar, preparando-se, desde aquele momento a chamada ‘âncora cambial’ da nova moeda, que se explicitaria integralmente na última [terceira] fase do Plano” (p. 104).

A última fase do Plano Real e as mudanças institucionais pelas quais passaram as políticas monetária e cambial brasileiras a partir de 1999 foram objeto da nossa atenção na seção 4. Resta dizer que o Real de fato obteve sucesso na contenção do processo inflacionário e, conforme mencionado anteriormente na seção 4, tamanho foi seu efeito político que, em 03 de outubro de 1994, Fernando Henrique Cardoso, Ministro da Fazenda quando da introdução da URV, foi eleito Presidente da República no primeiro turno das eleições. Seu primeiro mandato durou de 1º de janeiro de 1995 a 31 de dezembro de 1998. Esclarece FILGUEIRAS (2000) que:

“Em pouco tempo, Fernando Henrique Cardoso passou a ser o candidato preferencial do grande capital e das forças político-sociais conservadoras do país (...) [e] o tempo econômico do Plano Real, desde o seu início, foi subordinado, de forma extremamente competente, ao tempo político-eleitoral, em função da eleição presidencial” (pp. 91-92).

Para além do que já tratamos sobre o Plano Real, houve no primeiro governo de Fernando Henrique Cardoso uma mudança institucional extremamente relevante. Essa mudança representou o insulamento institucional do CMN, que já havia perdido a função de editar um orçamento monetário.

Como mencionado na seção anterior, o CMN foi criado por força do art. 2º da Lei nº 4.595/1964, absorvendo funções que até então eram da SUMOC e do BB. Sua finalidade até hoje é formular a política da moeda e do crédito, tendo mandato para regular o valor interno e externo da moeda nacional e coordenar as políticas monetária e cambial. Trata-se do órgão de cúpula da gestão da moeda e do crédito no Brasil, criado para ter capacidade de coordenação dos demais órgãos.

Inicialmente, na forma do art. 6º da Lei nº 4.595/1964, o CMN era composto por nove membros, sendo eles: o Ministro da Fazenda, que era seu Presidente; o Presidente do BB; o Presidente do BNDE; e seis membros nomeados pelo Presidente da República, após aprovação do Senado Federal, com mandato de seis anos podendo ser reconduzidos. Os objetivos do órgão estavam descritos no art. 3º e suas competências expostas no art. 4º da Lei. Desde então, o Conselho passou por várias alterações institucionais.

Em primeiro lugar, a Lei nº 6.045, de 15 de maio de 1974, alterou o art. 4º da Lei 4.595/1964 para estabelecer que o CMN exerceria suas competências “segundo diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República”, inserindo formalmente o órgão na consecução da estratégia política do governo. Essa previsão segue na Lei nº 4.595/1964 até hoje. Também não há dúvidas de que, dado o caráter autoritário do governo entre a criação do CMN e a edição da Lei nº 6.045/1974 o Conselho nunca foi alheio às diretrizes políticas da Presidência da República.

Quanto à composição do CMN, o artigo 6º foi modificado 14 vezes entre os anos de 1964 e 1994, alterando-se sua composição, a fim de incluir ou excluir membros. Entre os anos de 1986 e 1990, seguindo o Decreto nº 93.490, de 31 de outubro de 1986, e o Decreto nº 94.303, de 1º de maio de 1987, o CMN chegou a contar com 26 membros efetivos, incluindo membros do governo e dos bancos públicos, representantes classistas, bem como membros nomeados pela Presidência da República⁷⁴. Essa composição abrangente transformava o CMN em um foro amplo de interesses sobre moeda e crédito, mas também tornava mais delicado o jogo político naquele espaço na medida que as decisões sempre foram tomadas por maioria simples, tendo o Presidente o voto de qualidade, nos termos do art. 6º, § 1º, da Lei nº 4.595/1964.

Esse padrão de governança foi quebrado com o Plano Real. A Medida Provisória nº 542/1994, que estabeleceu o Real como moeda, trouxe também em seu art. 8º uma reformulação total do CMN. A partir dela, o Conselho, passou a ser integrado apenas por três membros, sendo eles o Ministro de Estado da Fazenda, na qualidade de Presidente; o Ministro Chefe da Secretaria de Planejamento e Coordenação da Presidência da República – designado como Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão a partir da Medida Provisória nº 2.216-37, de 31 de agosto de 2001; e o Presidente do BACEN. Nos termos do art. 8º, § 1º, o CMN seguiu deliberando por maioria de votos, cabendo ao Presidente a prerrogativa de deliberar, nos casos de urgência e relevante interesse, *ad*

⁷⁴ Na vigência do Decreto nº 94.303/1987, compunham o CMN: O Ministro da Fazenda; o Presidente do Banco Central; seis membros nomeados; representantes do BNDE, Banco do Brasil, Ministério da Agricultura, Ministério do Interior, Caixa Econômica Federal, Comissão de Valores Mobiliários, Instituto de Resseguros do Brasil, CACEX do Banco do Brasil, Banco da Amazônia, Banco do Nordeste do Brasil, Ministério do Desenvolvimento Urbano e do Ministério do Trabalho; e um membro representante das classes trabalhadoras. FRANCO (2017a, pp. 52-53) traz uma tabela abrangente, comparando as composições do CMN entre sua criação de 1994.

referendum dos demais membros, mas sem o voto de qualidade. Esse dispositivo foi reproduzido no art. 8º da Lei 9.069/1995⁷⁵.

Com isso, o CMN ficou na realidade esvaziado, voltando a ter uma função bastante *pro forma* a partir do Decreto nº 3.088/1999, quando o Conselho passou a fixar sobre as metas de inflação a cada dois anos. Sobre esse efeito causado pela recomposição do CMN, FRANCO (2017a), que viria a tornar-se Presidente do BACEN seis meses após a edição da Medida Provisória nº 542/1994, aponta que:

“A redução do número de membros do CMN ao mínimo – ministros da Fazenda e do Planejamento e Presidente do BC – era uma providência deliberada no sentido de deslocar para o BC o eixo decisório dos assuntos pertinentes ao CMN, descaracterizando-o como ‘câmara setorial da moeda e do crédito’ como vinha sendo desde a época em que nele reinava o Ministro Delfim Netto” (pp. 63-64).⁷⁶

Mantendo uma abrangência um pouco maior para a informação sobre as deliberações em matéria de política monetária e cambial, a Medida Provisória nº 542/1994 criou também, por meio de seu art. 9º, a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito (COMOC), que desde a edição da Lei nº 9.069/1995 e ao longo de todo o período relevante para este trabalho foi composta pelo Presidente e quatro Diretores do BACEN; o Presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)⁷⁷; o Secretário-Executivo do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão – também aqui designado Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão a partir da Medida Provisória nº 2.216-37/2001; e os Secretários do Tesouro Nacional e de Política Econômica do Ministério da Fazenda⁷⁸. Mesmo assim, ao considerarmos todo o conjunto de mudanças feitas, temos que “com esse desenho, ficava consideravelmente elevado o poder discricionário para as autoridades econômicas, sobretudo BC [Banco Central] e Ministério da Fazenda, e para níveis jamais desfrutados no regime democrático” (FRANCO, 2017a, p. 63). Em nome dessa discricionariedade, as instituições foram isoladas de sua interação com os diferentes da economia real.

⁷⁵ Recentemente, a Medida Provisória nº 870, de 1º de janeiro de 2019, por meio da qual o Governo Bolsonaro efetuou uma reforma administrativa, alterou o art. 8º da Lei 9.069/1995 de modo a substituir o Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão pelo Secretário Especial de Fazenda do Ministério da Economia na composição do CMN. Na nova estrutura administrativa, o Secretário Especial de Fazenda do Ministério da Economia é formalmente subordinado ao Ministro de Estado da Economia, que sucede o Ministro de Estado da Fazenda na composição do CMN.

⁷⁶ FRANCO (2017a, p. 64) inclusive indica que recentemente as reuniões do CMN teriam deixado de ser presenciais.

⁷⁷ Criada pela Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a CVM é o ente responsável por disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários.

⁷⁸ A denominação deste cargo foi alterada para Secretário-Executivo e Secretários do Tesouro Nacional e de Política Econômica do Ministério da Economia a partir da edição da Medida Provisória nº 870/2019.

Em que pese a relativa estabilidade desse arranjo institucional implantado há mais de duas décadas, é evidente que, com essa mudança, o CMN deixou de ser um fórum amplo de discussão de demandas sobre moeda e crédito e perdeu o alcance necessário para que fosse apto a coordenar uma atuação abrangente do Estado brasileiro diante da crise, além disso, o isolamento institucional do próprio BACEN ampliou-se, na medida em que foi cortada a interlocução que ele tinha com outras entidades por meio do CMN. A desconstituição da capacidade de coordenação de um órgão de cúpula com mandato sobre as políticas monetária e cambial, como era o CMN, certamente contribuiu para que a reação das autoridades brasileiras à crise de 2008 tenha sido fragmentada.

Para além do momento da crise, a questão do desenho institucional das autoridades monetárias demanda especial atenção. BORIO (2011, p.1), referindo-se às autoridades monetárias de forma geral, aponta que, após a crise, os Bancos Centrais enfrentariam desafios de três ordens: econômica, na forma da Grande Recessão em si; intelectual, diante da necessidade de revisão dos paradigmas macroeconômicos adotados por eles; e institucional, na medida que as autoridades teriam que ajustar suas estruturas de política no sentido de assumir tarefas mais amplas, enfrentando tensões consideráveis na fixação de novos acordos de governança. EICHENGREEN et al. (2011), no mesmo sentido, criticam a estrutura das autoridades monetárias:

“Há um consenso emergente de que a estrutura que sustenta o banco central moderno deve ser repensada. Um arcabouço de política monetária com ênfase na estabilidade de preços e no crescimento do produto afetará igualmente a estabilidade financeira por meio de seu impacto nas avaliações de ativos, preços de commodities, crédito, alavancagem, fluxos de capital e taxas de câmbio. A política monetária de um país pode causar efeitos colaterais em outros países, especialmente quando os bancos centrais seguem quadros normativos inconsistentes, com fluxos de capitais transfronteiriços servindo como canais de transmissão. Tudo isso sugere que a estrutura convencional do banco central é inadequada” (p. 30).

Passada uma década desde a crise e com o relativo sucesso do Brasil no seu enfrentamento mesmo nos anos mais agudos, já não convivemos tão diretamente com os efeitos da Grande Recessão que formavam o primeiro desafio a que BORIO se refere. A superação do desafio intelectual está intimamente ligada com aquilo de que tratamos no Capítulo IV deste trabalho, no sentido de que as normas e procedimentos que guiavam a ação das autoridades brasileiras não foram capazes de conter os efeitos da Grande Recessão porque estavam assentadas em premissas que se mostraram frágeis no contexto da crise. A

renovação desses procedimentos caminha paralelamente à experimentação e à constituição de novos consensos no campo da macroeconomia.

Uma revisão institucional que dê ao BACEN e ao CMN uma capacidade mais ampla de coordenação e atuação políticas parece uma tarefa mais próxima. Entretanto, sobre esse ponto, além do isolamento institucional causado pelas mudanças legislativas, há entraves impostos pela própria natureza que as questões ligadas à política monetária adquirem ao ingressar no debate público.

Fundamentalmente, é verdade que as autoridades monetárias detêm um conhecimento muito específico de suas atividades. Segundo DURAN (2012):

“Bancos centrais detêm um conhecimento específico sobre a gestão da moeda, em que fundam sua autoridade. (...) [S]ão autoridades que detêm um capital específico e não se contentam somente em avaliar, a partir de seu conhecimento, uma situação dada, mas constituem essa situação por meio de seu conhecimento. Em outras palavras, a burocracia monetária é, ao mesmo tempo, especialista funcional que trata a informação e a constitui. A função do banco central vai muito além de emitir uma opinião, constituir um relatório de projeções futuras ou de reunir informações para resolver conflitos ou esclarecer uma escolha. Ele define, por critérios próprios, a situação real sobre a qual irá se dedicar” (p. 58).

O problema é que esse fato gera uma barreira ao debate e ao escrutínio público sobre qualquer tema envolvendo as autoridades monetárias. MATTLI & WOODS (2009, p. 39) apontam que quando a linguagem e os conceitos usados pelos reguladores e regulados são menos acessíveis ou entendidos pelo público, a informação é mais difícil de interpretar e é menos provável que coalizões por mudança se formem. De fato, o ambiente institucional fica mais fechado.

Segundo os autores, os momentos que se seguem às crises são mais propensos a permitir mudanças nas instituições existentes, mas, para tanto, deve haver um engajamento de agentes dos setores público e privado dispostos a levar a discussão para o espaço público, impedindo que as instituições e sua dinâmica de regulação sejam capturadas apenas pelos agentes e setores que dominam sua linguagem técnica (MATTLI & WOODS, 2009, pp. 39-43). Quanto mais fechadas e menos sujeitas ao escrutínio público forem as instituições e sua forma de organização, menos provável é o engajamento político que revisões institucionais aconteçam.

No caso do CMN, antes mesmo da Grande Recessão já havia um certo debate envolvendo o órgão. Entre 2004 e 2005, a chamada “Campanha pela Ampliação e

Democratização do Conselho Monetário Nacional”, que buscava essencialmente o alargamento do CMN depois da vitória eleitoral de Luiz Inácio Lula da Silva, contava com um apoio amplo que unia desde a Central Única dos Trabalhadores (CUT) até a Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP)⁷⁹. O movimento não prosperou, mas o debate em torno dele mostrou haver espaço para discutir o CMN, inclusive seu propósito e as possibilidades de extingui-lo e transferir suas competências para o BACEN, mantendo-as no domínio da “*técnica*”, ou para o Congresso Nacional, de modo a dar um caráter democrático às decisões sobre moeda e crédito.

Outro ponto interessante diz respeito ao espaço em que devem ser formuladas as políticas macroprudenciais, dadas suas características próprias e as questões de economia política que surgem em virtude do caráter setorial dessas medidas. MATTLI & WOODS indicam que mudanças se tornam mais prováveis se tomarem uma instituição já existente como ponto de partida.

Sobre esse ponto específico, MOURA & BANDEIRA (2017, p. 79) tratam do papel relevante que o Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (COREMEC) vem desempenhando na coordenação entre os reguladores dos setores financeiro, de seguros e do mercado de capitais nos anos mais recentes e na formulação de políticas macroprudenciais. O COREMEC foi criado pelo Decreto, nº 5.685, de 25 de janeiro de 2006, e é composto por oito membros, sendo eles o Presidente do BACEN e um Diretor dessa autarquia; o Presidente da CVM e um Diretor dessa autarquia; o Secretário de Previdência Complementar, do Ministério da Previdência Social, e um Diretor dessa Secretaria; e o Superintendente da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)⁸⁰ e por um Diretor dessa Superintendência. Este pode ser um ponto de partida interessante.

⁷⁹ Ver, por exemplo, “CUT quer CMN amplo para mudar debate sobre juros”. Disponível em <<http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/450587/noticia.htm?sequence=1>>. Acesso em 31 de maio de 2019.

⁸⁰ Criada pelo Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966, a SUSEP é o órgão fiscalizador da constituição, organização, funcionamento e operações das Sociedades Seguradoras

CAPÍTULO VI - Conclusões

11. Acordes dissonantes

A política monetária e a política cambial adotadas pelo Brasil entre a fase mais aguda da crise de 2008 e a passagem à Nova Matriz Econômica em agosto de 2011 tiveram características muito particulares. Do ponto de vista jurídico, chama atenção o número de instituições engajadas no enfrentamento aos efeitos negativos da Grande Recessão sobre as políticas monetária e cambial ainda que a maioria dessas instituições não tivesse um mandato legal para atuar nesse campo.

Apesar de contar com autoridades monetárias legalmente constituídas na forma do BACEN e do CMN, formalmente dotadas de competência para coordenar e exercer essas políticas, o que pôde ser visto a partir de setembro de 2008 no Brasil apontava muito mais para um conjunto fragmentado de medidas adotadas de forma *ad hoc* pelas instituições do governo federal para conter os efeitos negativos da Grande Recessão. Uma análise mais detida da ação do Brasil contra os efeitos da crise encontra participação do BACEN e do CMN; do BNDES; do BB; da CEF; da STN; do Ministério da Fazenda; e mesmo da Presidência da República e de um agente privado como o FGC.

Mesmo com o sucesso do País no combate à Grande Recessão, que aqui não teria sido mais que uma “marolinha”⁸¹, a excepcionalidade da atuação das instituições do Estado brasileiro no período não deveria passar despercebida. Diante disso, nossa preocupação foi buscar explicações com bases normativas ou institucionais para tratar desse fenômeno de fragmentação institucional, ao qual dedicamos o título deste trabalho e destas notas conclusivas.

Visando esse propósito, nossa estratégia foi analisar as normas e procedimentos de política monetária e política cambial adotadas no Brasil, bem como a conformação das instituições com mandato para exercício dessas políticas, identificando suas condicionantes históricas, econômicas e relacionadas à inserção do Brasil no sistema internacional no longo prazo. A exposição dos resultados da nossa análise se deu em duas partes, contemplando

⁸¹ A expressão foi utilizada pelo Presidente Lula ainda em outubro de 2008 para minimizar os possíveis efeitos que a crise poderia ter no Brasil. A declaração foi registrada por repórteres que acompanhavam o Presidente e aparece, por exemplo, em < <https://oglobo.globo.com/economia/lula-crise-tsunami-nos-eua-se-chegar-ao-brasil-sera-marolinha-3827410> >. Acesso em 31 de maio de 2019.

primeiro as limitações a que o exercício das políticas monetária e cambial pelo BACEN está exposto, por conta das normas e procedimento a que esse exercício está submetido, e, em seguida, criticamos a conformação institucional do BACEN e do CMN.

No que diz respeito a normas e procedimentos, nossa análise fez remissão à montagem do chamado “tripé” macroeconômico no Brasil, nos anos finais do Século XX. Criadas no contexto de expansão do neoliberalismo, as normas e procedimentos que derivaram desse processo serviram no momento da Grande Moderação, período de estabilidade econômica que antecedeu a crise de 2008. No entanto, durante a Grande Recessão, ficou claro que essas normas e procedimentos estavam fundamentadas sobre bases muito inconsistentes para dar conta do problema.

O CMN e o BACEN procuraram incrementar a regulação e especificamente o BACEN fez uso das ferramentas que ainda lhe restavam, ou seja, o manejo da Selic e das reservas internacionais de divisa. As limitações dos efeitos dessas políticas, entretanto, motivaram a mobilização das instituições sem mandato sobre as políticas monetária e cambial no momento da crise.

A nossa preocupação sobre a conformação institucional das autoridades monetárias brasileiras surgiu da constatação que, mesmo diante da mobilização de diferentes instituições, o órgão com mandato legal para formulação de políticas, no caso o CMN, não assumiu o papel central na coordenação da ação do Estado brasileiro. Quanto a isso, a análise histórica de mais longo prazo nos mostrou que há espaço para revisar a forma que as instituições passaram a ter após a edição da Medida Provisória nº 542/1994, a fim de diversificar suas fontes de informação e dotá-las de maior capacidade de atuar em novas frentes que se abriram após a Grande Recessão, como no incremento da regulação macroprudencial. Melhor ainda se essa revisão envolver um debate aberto no espaço público, podendo-se inclusive discutir o papel outros atores institucionais como o Congresso Nacional e o COREMEC.

Para trabalhar essas questões, optamos por aplicar um modelo teórico chamado de jogo de dois níveis e a dar sempre destaque às condicionantes históricas das políticas, fossem essas condicionantes externas ou domésticas. Em momento algum deixamos de levar em consideração que as políticas monetária e cambial são resultado de um jogo que envolve interesses dentro e fora do país.

O espaço da política doméstica na formulação das políticas monetária e cambial também marcou a história brasileira desde a controvérsia entre papelistas e metalistas no Século XIX. Sobre a atuação das forças externas, MATTLI & WOODS (2009, p. 6), fazendo referência ao estudo de SIMMONS (2001), argumentam que a intervenção da potência hegemônica, isto é, os EUA, pode ser explícita caso uma nação integrada resolva divergir da hegemônica, em linha com a noção de que as nações, especialmente as periféricas estão sujeitas a um dilema entre abertura e autonomia:

“[Os EUA] detém uma posição que permite mudar unilateralmente o contexto dos mercados financeiros em todo o mundo. Os reguladores de outros países podem optar por emular novas regulações dos EUA ou divergir. Se a divergência é cara para os Estados Unidos, em outras palavras, é uma fonte de externalidade negativa para os Estados Unidos, então a potência hegemônica mobilizará pressão política para coagir os reguladores estrangeiros a seguir as regras dos EUA” (MATTLI & WOODS, 2009, p. 6).

Outro fato que não ignoramos é que o sentido do desenvolvimento das políticas monetária e cambial e das instituições que as criam e executam não deriva de uma dinâmica *natural* ou *racional*, são fruto de política que traduz interesses em um processo histórico. Ainda que haja possibilidade de fomentar um esforço de politização maior do debate sobre o BACEN e o CMN, buscando criar um ambiente que incentive inovações institucionais e desenvolvimento de novos procedimentos e normas que venham a submeter as políticas monetária e cambial, é certo que a criação e conformação das normas e instituições atuais não são fruto do acaso, elas servem a certo interesse político que, sem dúvida, trabalhará no sentido de sua manutenção. Apesar disso acreditamos que valha a pena trazer essas normas, procedimentos e instituições para o debate e escrutínio abertos no espaço público.

Os temas econômicos, especialmente os que dizem respeito à regulação da moeda e do crédito interessam à população. Como exemplo, pode-se citar o caso recente da questão do *spread* bancário e o estrangulamento do crédito que já ocupou parte relevante do debate nas eleições gerais de 2018. Algumas das principais propostas presidenciais para combater esse problema envolviam desde a criação de um mecanismo tributário que levasse as instituições financeiras a reduzirem as taxas de juros ao tomador até incentivos à entrada de *fintechs* no mercado. A partir disso, a população foi apresentada às discussões sobre o uso de instrumentos de legislação tributária para induzir certos comportamentos desejados dos contribuintes e também relacionadas à estruturação de um sistema de operações financeiras extrabancárias mais abrangente no Brasil, especialmente observando os casos do Sudeste

Asiático e do Caribe, onde esse tipo de arranjo e o debate sobre os desafios dele decorrentes já são mais comuns.

Depois disso, a Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN) já veio a público apresentar sua versão dos fatos, apresentando propostas próprias que, em sua visão, permitiriam uma diminuição nas taxas de juros ao consumidor⁸². A controvérsia foi, assim, trazida ao público de maneira politizada e é possível fazer o mesmo em relação a toda a matéria de regulação de moeda e crédito.

Por fim, sobre o que foi realizado de mais substancial para a melhoria da atuação do BACEN desde o segundo semestre de 2011, cumpre mencionar os esforços pelo aprimoramento da regulação do setor financeiro no Brasil, que persistiram mesmo durante o período da Nova Matriz Econômica. As recomendações dos Acordos de Basileia III contemplando os esforços de estruturação de uma regulação mais robusta passaram a compor o corpo regulatório do sistema financeiro brasileiro a partir de março de 2013, com base nas Resoluções nº 4.192 e nº 4.193, ambas de 1º março de 2013, e da Circular nº 3.644, de 4 de março de 2013. Esses instrumentos regulatórios introduziram novos conceitos e padrões macroprudenciais para a atuação das instituições financeiras no país.⁸³

Por mais que o incremento da regulação macroprudencial do setor financeiro seja bem-vindo, é fundamental que a ampliação do debate sobre as políticas monetária e cambial aconteça. Muito se tem falado sobre os riscos inegáveis da emergência de uma *democracia iliberal* (ZACARIA, 1997), mas esse fenômeno deve ser analisado ao lado de sua contraparte, o *liberalismo antidemocrático* (MOUNK, 2018), que exacerba a tecnocracia e a judicialização. A moeda é parte fundamental da vida de todos e suas dinâmicas políticas devem ser conhecidas e estar alinhadas aos objetivos da nossa sociedade.

⁸² Cf. FEBRABAN (2018).

⁸³ Tratei deste tema com maior profundidade em SILVA (2018c).

Referências Bibliográficas

- ABREU, Marcelo de Paiva & LAGO, Luiz Aranha Correa do. A economia brasileira no Império, 1822-1889. In. ABREU, Marcelo de Paiva (org.). A ordem do progresso. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2014. pp. 1-28.
- AGLIETTA, Michel. The international monetary system. in. BOYER, Robert & SAILLARD, Yves (Org.). Régulation Theory: the state of the art. Londres: Routledge. 2002. pp. 64-72.
- ALMEIDA, Clóvis Oliveira de & BACHA, Carlos José Caetano. Evolução da política cambial e da taxa de câmbio no Brasil, 1961-97. In. Pesquisa & Debate. Vol. 10. nº 2. 1999. pp. 5-29.
- ARENTI, Wagner Leal & FILOMENO, Felipe Amin. Economia política do moderno sistema mundial: as contribuições de Wallerstein, Braudel e Arrighi. In. Ensaios FEE. v. 28, n. 1. Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser. 2007.
- ARRIGHI, Giovanni. O longo século XX. Rio de Janeiro: Contraponto. 2016.
- ASCARELLI, Tullio. Obbligazioni Pecuniarie. Bologna: Nicola Zanichelli Editore. 1959.
- ASCARELLI, Tullio. Studi giuridici sulla moneta. Milão: Dott. A. Giuffrè. 1952.
- BACEN. Relatório de Inflação. Brasília: Banco Central do Brasil. v. 6. nº 2. Junho de 2004.
- BACEN. Relatório de Inflação. Brasília: Banco Central do Brasil. v. 10. nº 4. Dezembro de 2008.
- BACEN. Relatório de Inflação. Brasília: Banco Central do Brasil. v. 13. nº 2. Junho de 2011.
- BACEN. Relatório de Inflação. Brasília: Banco Central do Brasil. v. 17. nº 3. Setembro de 2015.
- BALEEIRO, Aliomar. Uma Introdução à Ciência das Finanças. 15ª ed. Rio de Janeiro: Editora Forense. 2001.

- BARBOSA-FILHO, Nelson. Brazil's Political Challenge: Building Consensus on an Economically Sustainable Strategy. Wilson Center – Brazil Institute Special Report: Washington D.C. 2013.
- BARBOSA-FILHO, Nelson. Inflation targeting in Brazil: 1999-2006. *International Review of Applied Economics*, v. 25, n. 2. 2008. pp. 127-148.
- BASTOS, Estêvão Kopschitz Xavier, & FONTES, Patrícia Vivas da Silva. Mercado de câmbio brasileiro, intervenções do Banco Central e controles de capitais de 1999 a 2012. Texto para discussão nº 1934. Brasília: IPEA. Fevereiro de 2014.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Finança global e ciclos de expansão. In. FIORI, José Luís da Costa (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. 4ª ed. Petrópolis: Editora Vozes. 2012b. pp. 87-117.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga. O capital e suas metamorfoses. São Paulo: UNESP. 2012a.
- BERCOVICI, Gilberto & MASSONETTO, Luís Fernando. A Constituição Dirigente Invertida: a Blindagem da Constituição Financeira e a Agonia da Constituição Econômica. *Boletim de Ciências Econômicas (Coimbra)*, v. XLIX, p. 1-23, 2006.
- BERCOVICI, Gilberto & MASSONETTO, Luís Fernando. Limites da Regulação: Esboço para uma Crítica Metodológica do “Novo Direito Público da Economia”. *Revista de Direito Público da Economia*. v. 25. 2009. pp. 137-147.
- BERCOVICI, Gilberto. O Ainda Indispensável Direito Econômico. In. BENEVIDES, Maria Victoria de Mesquita; BERCOVICI, Gilberto & MELO, Claudineu de (orgs.), *Direitos Humanos, Democracia e República: Homenagem a Fábio Konder Comparato*. São Paulo: Quartier Latin. 2009. pp. 503-519.
- BERCOVICI, Gilberto. Política Econômica e Direito Econômico. *Revista Fórum de Direito Econômico e Financeiro*, v. 1, p. 199-219, 2012.
- BERNANKE, Ben S. & MIHOV, Ilian. Measuring Monetary Policy. In. *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 113. Nº 3. Agosto de 1998. pp. 869-902.
- BERNANKE, Ben S. & MISHKIN, Frederic S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? In. *The Journal of Economic Perspectives*. Vol. 11. nº 2. Nashville: American Economic Association. 1997. pp. 97-116.
- BIELSCHOWSKY, Ricardo (Org.). *Cinquenta anos de pensamento na CEPAL*. Vol. 1. Rio de Janeiro: Record. 2000.

- BIELSCHOWSKY, Ricardo (Org.). Cinquenta anos de pensamento na CEPAL. Vol. 2. Rio de Janeiro: Record. 2000.
- BLANCHARD, Olivier. Rewriting the Macroeconomists' Playbook in the Wake of the Crisis. Março de 2011. Disponível em < <https://blogs.imf.org/2011/03/04/2662/> >. Acesso em 31 de maio de 2019.
- BLANCHARD, Olivier; DELL'ARICCIA, Giovanni & MAURO, Paolo. Rethinking Macroeconomic Policy. IMF staff position note. Nova Iorque: Fundo Monetário Internacional. 12 de fevereiro de 2010.
- BORIO, Claudio. Central banking post-crisis: what compass for uncharted waters? BIS Working Paper 353. Basileia: Bank for International Settlements. 2011.
- BOYER, Robert & SAILLARD, Yves. A summary of régulation theory in. BOYER, Robert & SAILLARD, Yves (Org.). Régulation Theory: the state of the art. Londres: Routledge. 2002. pp. 36-44.
- BOYER, Robert. The origins of régulation theory. in. BOYER, Robert & SAILLARD, Yves (Org.). Régulation Theory: the state of the art. Londres: Routledge. 2002. pp. 13-20.
- BOYER, Robert. Teoria da Regulação: os fundamentos. São Paulo: Estação Liberdade. 2009.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. A descoberta da inflação inercial. In. Revista de economia contemporânea. vol.14. n.1. 2010. pp. 167-192.
- BRITO, Márcio Holland de. Taxa de câmbio e regimes cambiais no Brasil. Tese de Doutorado. Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas. Campinas. 1998.
- BROADBERRY, Stephen & O'ROURKE, Kevin. The Cambridge Economic History of Modern Europe: Volume 2, 1870 to the present. Cambridge: Cambridge University Press. 2010.
- BROOKS, Sarah M., CUNHA, Raphael & MOSLEY, Layna. Categories, Creditworthiness, and Contagion: How Investors' Shortcuts Affect Sovereign Debt Markets. International Studies Quarterly. Vol. 59. n. 3. 2015.

- CAMARA, Mamadou, & SALAMA, Pierre. A inserção diferenciada – com efeitos paradoxais – dos países em desenvolvimento na mundialização financeira. in. CHESNAIS, François. *A Finança Mundializada*. São Paulo: Boitempo. 2005. pp. 199-221.
- CAMPEDELLI, André Luis. O regime de metas de inflação: uma crítica a partir da visão heterodoxa. In. LACERDA, Antonio Corrêa de (Org.). *Desenvolvimento brasileiro em debate*. São Paulo: Blucher. 2017. pp. 49-77.
- CANUTO, Otaviano & CAVALLARI, Matheus. Monetary Policy and Macro Prudential Regulation: Whither Emerging Markets. In. CANUTO, Otaviano & GHOSH, Swati R. (orgs.). *Dealing with the challenges of macro financial linkages in emerging markets*. Economic premise N° 129. Washington DC: Banco Mundial. 2013. pp. 119-154.
- CARNEIRO, Dionísio Dias & MODIANO, Eduardo Marco. Ajuste externo e desequilíbrio interno, 1980-1984. In. ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do progresso*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2014. pp. 263-280.
- CARVALHO, Fabia A. & CASTRO, Marcos R. de. Macroprudential and Monetary Policy Interaction: a Brazilian perspective. Working paper n° 405. Brasília: Banco Central do Brasil. Novembro de 2015.
- CARVALHO, Fabia A. & MINELLA, André. Previsões de Mercado no Brasil: desempenho e determinantes. In. BACEN. *Dez Anos de Metas para a Inflação - 1999-2009*. Brasília: Banco Central do Brasil. 2011. pp. 169-226.
- CARVALHO, José Carlos. Economias maduras e a prescrição da irresponsabilidade monetária e fiscal como modo de vida. In. BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira. 2017. pp. 507-524.
- CARVALHO, Laura Barbosa de, & RUGITSKY, Fernando. Growth and distribution in Brazil in the 21st century: revisiting the wage-led versus profit-led debate. Working Paper series. n° 2015-25. Departamento de Economia da FEA-USP.
- CARVALHO, Laura Barbosa de. *Valsa brasileira*. São Paulo: Todavia. 2018.
- CASTRO, Marcos R. de; GOUVEA, Solange N.; MINELLA, André; SANTOS, Rafael C. & SOUZA-SOBRINHO, Nelson F. SAMBA: Stochastic Analytical Model with a Bayesian Approach. Working paper series. N° 239. Brasília: Banco Central do Brasil. Abril de 2011.

- CHACHAMOVITZ, Solange Srouf. Reservas internacionais: seguro ou ameaça? In. BACHA, Edmar (org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira. 2017. pp. 347-356.
- CHESNAIS, François. Introdução geral. in. CHESNAIS, François. *A Mundialização Financeira*. São Paulo: Xamã. 1999. pp. 11-33.
- CHESNAIS, François. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. in. CHESNAIS, François. *A Finança Mundializada*, São Paulo: Boitempo. 2005. pp. 35-67.
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo. Suave fracasso: a política macroeconômica brasileira entre 1999 e 2005. In. *Novos estudos*. n. 73. São Paulo: CEBRAP. 2005. pp. 39-56.
- CLARK, William Robert & HALLERBERG, Mark. Mobile Capital, Domestic Institutions and Electorally Induced Monetary and Fiscal Policy. In. *American Political Science Review*. Nº 94. June de 2000. pp. 323-346.
- CLARK, William Robert; GOLER, Sona & POAST, Paul. Monetary Institutions and the Political Survival of Democratic Leaders. In. *International Studies Quarterly*. Vol. 57. Setembro de 2013. pp 556-567.
- CLAVIN, Patricia & WESSELS, Jens-Wilhelm. Another Golden Idol? The League of Nations' Gold Delegation and the Great Depression, 1929-1932. In. *The International History Review*. Vol. 26. n. 4. Abingdon-on-Thames: Taylor & Francis. 2004. pp. 765-795.
- CLEMENT, Piet. The term “macroprudential”: origins and evolution. In. *BIS Quarterly Review*, Março de 2010. pp. 59-67.
- COMPARATO, Fábio Konder. O Indispensável Direito Econômico. In. *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense. 1978. pp. 453-472.
- CONCEIÇÃO TAVARES, Maria da & FIORI, José Luís da Costa (Orgs.). *Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização*. 5ª ed. Petrópolis: Editora Vozes. 1998.
- CONCEIÇÃO TAVARES, Maria da. Império, território e dinheiro. In. FIORI, José Luís da Costa (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. 4ª ed. Petrópolis: Editora Vozes. 2012. pp. 449-489.

- CONCEIÇÃO-HELDT, Eugénia & MELLO, Patrick A. Two-Level Games in Foreign Policy Analysis. In. Oxford Research Encyclopedia of Politics. Nova Iorque & Oxford: Oxford University Press. 2017.
- COSTA, Luciana Pereira. Disciplina jurídica do câmbio e política pública. 2009. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. São Paulo. 2009.
- COZER, Cristiano de Oliveira Lopes. Natureza e propriedades da moeda: contribuição para o estudo do Direito monetário no Brasil. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito. Universidade de Brasília. 2006.
- CVM. Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. 3ª ed. TOP - Programa de treinamento de professores. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. 2014.
- DE BOLLE, Monica Baumgarten. Como matar a borboleta-azul: uma crônica da era Dilma. Rio de Janeiro: Intrínseca. 2016.
- DE CHIARA, José Tadeu. Moeda e ordem jurídica. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. São Paulo. 1986.
- DINIZ, André; CARVALHO, Laura Barbosa de; MARTINS, Ítalo & ROSSI, Pedro. Custos fiscais da política monetária: os efeitos indiretos de um choque de juros sobre a dívida líquida do setor público. Anais do XLI Encontro Nacional de Economia da ANPEC. 2014.
- DOWBOR, Ladislau. A era do capital improdutivo: Por que oito famílias têm mais riqueza do que a metade da população do mundo? São Paulo: Autonomia Literária. 2017.
- DURAN, Camila Villard & BORGES, Caio. Enfrentando a crise financeira: como constrangimentos jurídicos causaram a fragmentação institucional do poder monetário brasileiro no pós-2008. In. Revista Direito GV. Vol. 14. nº 2. São Paulo: Escola de Direito de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas. 2018. pp. 450-491.
- DURAN, Camila Villard. A moldura jurídica da política monetária: um estudo de caso. Tese de Doutorado. FDUSP. 2012.
- DURAN, Camila Villard. Monetary policy: making fragmentation work. In: Tom HALE, Tom & HELD, David (Org.). Beyond gridlock. Cambridge: Polity. 2017. pp. 48-64.

- EICHENGREEN, Barry. A globalização do capital. São Paulo: Editora 34. 2012.
- EICHENGREEN, Barry. International Policy Coordination: The Long View. In. FEENSTRA, Robert C. & TAYLOR, Alan M. (eds.). Globalization in an Age of Crisis: Multilateral Economic Cooperation in the Twenty-First Century. Chicago: University of Chicago Press. 2013. pp. 43-82.
- EICHENGREEN, Barry; EL-ERIAN, Mohamed; FRAGA NETO, Armínio; ITO, Takatoshi; PISIANI-FERRY, Jean; PRASAD, Eswar; RAJAN, Raghuram; RAMOS, Maria; REINHART, Carmen; REY, Hélène; RODRIK, Dani; ROGOFF, Kenneth; SHIN, Hyun Song; VELASCO, Andrés; DI MAURO, Beatrice Weder; & YU, Yongding. Rethinking Central Banking - The Committee on International Economic and Policy Reform. Brookings Institutions: Washington, D.C. 2011.
- FARHI, Maryse. Crise financeira e reformas da supervisão e regulação. Texto para discussão nº 1581. Brasília: IPEA. Fevereiro de 2011.
- FEBRABAN. Como fazer os juros serem mais baixos no Brasil: Uma proposta dos bancos ao governo, Congresso, Judiciário e sociedade. Federação Brasileira de Bancos: São Paulo. 2018.
- FECOMERCIO. Índices de preços no Brasil: Um estudo sobre o Índice de Preços ao Consumidor da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas: IPCA-IBGE. Cadernos Fecomercio de Economia. n. 6. São Paulo: Federação do Comércio do Estado de São Paulo. 2005.
- FERNANDES, Felipe Tâmega. Bancos Centrais e Tesouros sob políticas monetárias experimentais. In. BACHA, Edmar (org.). A crise fiscal e monetária brasileira. 2ª ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira. 2017. pp. 525-548.
- FIESP, CUT, SINDICATO DOS METALÚRGICOS DO ABC, FORÇA SINDICAL & SINDICATO DOS METALÚRGICOS DE SÃO PAULO E MOGI DAS CRUZES. Brasil do diálogo, da produção e do emprego. São Paulo: Federação da Indústrias do Estado de São Paulo; Central Única dos Trabalhadores; Sindicato dos Metalúrgicos do ABC; Força Sindical; e Sindicato dos Metalúrgicos de São Paulo e Mogi das Cruzes. 2011.
- FIGUEIREDO, Francisco Marcos Rodrigues & GOUVEA, Solange. Repasse Cambial para a Inflação: o papel da rigidez de preços. In. BACEN. Dez Anos de Metas para a Inflação - 1999-2009. Brasília: Banco Central do Brasil. 2011. pp. 127-168.

- FILGUEIRAS, Luiz. A história do Plano Real. São Paulo: Boitempo. 2000.
- FLEMING, J. Marcus. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. In. IMF Staff Papers. N. 9. 1962. pp. 369-379.
- FONSECA, Pedro Cezar Dutra. A Controvérsia entre Metalismo e Papelismo e a Gênese do Desenvolvimentismo no Brasil. In: XXXVI Encontro Nacional de Economia da ANPEC, 2008, Salvador, BA. Anais do XXXVI Encontro Nacional da ANPEC - v.CDRom, 2008.
- FOURASTIÉ, Jean. Les Trente Glorieuses, ou la révolution invisible de 1946 à 1975. Paris: Fayard. 1979.
- FRANCO, Gustavo Henrique de Barroso. A moeda e a lei: uma história monetária brasileira (1933-2013). Rio de Janeiro: Zahar. 2017b.
- FRANCO, Gustavo Henrique de Barroso. A primeira década republicana. In. ABREU, Marcelo de Paiva (org.). A ordem do progresso. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2014. pp. 29-44.
- FRANCO, Gustavo Henrique de Barroso. Auge e declínio do inflacionismo no Brasil. Texto para discussão no departamento de economia da PUC-RJ. Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica. Set. 2004.
- FRANCO, Gustavo Henrique de Barroso. O Conselho Monetário Nacional como autoridade monetária: das origens aos dias atuais. In. BACHA, Edmar (org.). A crise fiscal e monetária brasileira. 2ª ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira. 2017a. pp. 39-66.
- FRANKEL, Jeffrey Alexander. What's In and Out in Global Money. In. Finance and Development. v. 46. n. 3. Washington, DC: FMI. 2009. pp. 13-17.
- FRANZESE, Robert. Partially Independent Central Banks, Politically Responsive Governments, and Inflation. American Journal of Political Science. Vol. 43. n. 3. 1999. pp. 681-706.
- FREITAS, Maria Cristina Penido de. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. In. Estudos Avançados. v. 23. nº 66. São Paulo: IEA/USP. 2009. pp. 125-145.
- FRIEDEN, Jeffry, S.; BLOMBERG, Brock & STEIN, Ernesto. Sustaining Fixed Exchange Rates: The Political Economy of Currency Pegs in Latin America. In. Journal of Applied Economics. Vol. 8. nº 2. 2005. 203-225.

- FRIEDMAN, Milton. The Quantity Theory of Money - A Restatement. In. Studies in the Quantity Theory of Money. Chicago: University of Chicago Press. 1956. pp. 3-21.
- FRIEDMAN, Milton. The Role of Monetary Policy. in. The American Economic Review. Vol. 58. n. 1. Março de 1968. pp. 1-17.
- FURTADO, Celso. Formação econômica do Brasil. 27ª ed. São Paulo: Companhia Editora Nacional/Publifolha. 2000.
- GALLO, Ricardo Augusto. Banco Central e Tesouro: conjecturas sobre as consequências práticas de um relacionamento íntimo. In. BACHA, Edmar (org.). A crise fiscal e monetária brasileira. 2ª ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira. 2017. pp. 271-293.
- GIAMBIAGI, Fabio; VILLELA, André; BARROS DE CASTRO, Lavinia & HERMANN, Jennifer (orgs.). Economia brasileira contemporânea: 1945-2010. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2011.
- GOLDFAJN, Ilan. Comitê de Política Cambial para as reservas do Banco Central: uma proposta. In. BACHA, Edmar (org.). A crise fiscal e monetária brasileira. 2ª ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira. 2017. pp. 357-369.
- GOMES, Cleomar & HOLLAND, Márcio. Regra de Taylor e política monetária em condições de endividamento público no Brasil. In. Revista Economia. v. 4. n. 2. Niteroi: ANPEC. 2003. pp. 333-359.
- GOUREVITCH, Peter. The Second Image Reversed: The International Sources of Domestic Politics. In. International Organization. Vol. 32. nº 4. Madison: University of Wisconsin Press. 1978. pp. 881-912.
- GRAY, Joanna. Behavioural finance and the macroprudential dimension. In. Journal of Banking Regulation. Vol. 17. Nº 4. Novembro de 2016. pp 296-310.
- GRAY, Joanna. What is Systemic Risk and what can be done about it? A Legal Perspective. Florença: Robert Schuman Centre for Advanced Studies - European University Institute. 2011.
- GREMAUD, Amaury Patrick; BRAGA, Márcio Bobik, & VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de. A Macroeconomia do Setor Externo: Uma Introdução. No prelo.

- GUDIN, Eugênio. Princípios de economia monetária. Vol. 1. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira. 1943.
- HALEY, Mary Ann. Emerging Market Makers: The Power of Institutional Investors. In. ARMIJO, Leslie Ann (Ed.). Financial Globalization and Democracy in Emerging Markets. Nova York: St. Martin's Press. 1999. pp. 74-89
- HARVEY, David. A brief history of neoliberalism. Oxford: Oxford University Press. 2009.
- HEGEL, Georg Wilhelm Friedrich. Princípios da filosofia do direito. São Paulo: Martins Fontes. 1997.
- HENDRY, David & MIZON, Grayham. Why DSGEs crash during crises. Junho de 2014. Disponível em < <https://voxeu.org/article/why-standard-macro-models-fail-crises> >. Acesso em 31 de maio de 2019.
- HICKS, John. Mr. Keynes and the “Classics”: A Suggested Interpretation. in. Econometrica. Vol. 5. n. 2. 1937. pp. 147–159.
- IPEA. Banco do Brasil, BNDES e Caixa Econômica Federal: a atuação dos bancos públicos federais no período 2003-2010. Comunicado nº 105. 2011.
- JALORETTO, Cláudio. Banco Central do Brasil: evolução histórica e questões atuais. In. BACHA, Edmar (org.). A crise fiscal e monetária brasileira. 2ª ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira. 2017. pp. 67-85.
- JHERING, Rudolf von. A Evolução do Direito. 2ª ed. Salvador: Livraria Progresso Editora. 1956.
- JINJARAK, Yothin; NOY, Ilan & ZHENG, Huanhuan. How effective were the 2008-2011 capital controls in Brazil? Novembro de 2012. Disponível em < <https://voxeu.org/article/how-effective-were-2008-2011-capital-controls-brazil> >. Acesso em 31 de maio de 2019.
- JOYCE, Michael; TONG, Matthew & WOODS, Robert. The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: Design, Operation and Impact. In. Bank of England Quarterly Bulletin. 19 de Setembro de 2011. pp. 200-212.
- KAPLAN Stephen B., & THOMSSON, Kaj. The Political Economy of Sovereign Debt: Global Finance and Electoral Cycles. In. The Journal of Politics. Vol. 79. Nº 2. 2017. pp. 625-623.

- KEYNES, John Maynard. Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Saraiva. 2012.
- KEYNES, John Maynard. The economic consequences of the peace. Londres: Macmillan. 1919.
- KNAPP, Georg Friedrich. The state theory of money. Londres: Macmillan and Co. 1924.
- KOWARICK, Lúcio. Trabalho e vadiagem: A origem do trabalho livre no Brasil. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra. 1994.
- LARA RESENDE, André, & ARIDA, Pécio. Inertial inflation and monetary reform in Brazil. Rio de Janeiro: Departamento de Economia – PUC/RJ. 1985.
- LARA RESENDE, André. Juros, moeda e ortodoxia. São Paulo: Portfolio Penguin. 2017.
- LIM, Daniel Yew Mao & VREELAND, James Raymond (2013). Regional Organizations and International Politics: Japanese Influence over the Asian Development Bank and the UN Security Council. In. World Politics 65 (1) pp. 34-72.
- LOPES, Francisco Lafaiete. Só um Choque Heterodoxo pode Derrubar a Inflação. in. Economia em Perspectiva. n.º 5. São Paulo: CORECON. Agosto de 1984. pp. 1-3.
- LUCAS, Robert & SARGENT, Thomas. After Keynesian Macroeconomics. In. Quarterly Review. v. 3. n. 2. Minneapolis: Federal Reserve Bank of Minneapolis. 1979. pp. 1-16.
- LUCAS, Robert. Macroeconomic Priorities. In. American Economic Review, v. 93. 2003. pp 1-14.
- MACDOUGALL-SHACKLETON, Scott A. The levels of analysis revisited. In: Philosophical Transactions: Biological Sciences. Vol. 366, N° 1574. 2011. pp. 2076-2085.
- MANKIW, N. Gregory. Introdução à Economia. Tradução da 5ª edição norte-americana. São Paulo: Cengage Learning. 2012.

- MARCUSSEN, Martin. Scientization of central banking: the politics of a-politicization. In: MARCUSSEN, Martin & DYSON, Kenneth (Org.). Central banks in the age of the euro: Europeanization, convergence and Power. Oxford: Oxford University Press, 2009.
- MARTINS, Alexandre Marques da Silva. Os valores em Miguel Reale. In. Revista de Informação Legislativa. Brasília: Senado Federal. Vol. 45. Nº 180. Dezembro de 2008.
- MARX, Karl. O Capital. Livro III. São Paulo: Boitempo, 2017.
- MASSONETTO, Luís Fernando. O direito financeiro no capitalismo contemporâneo: a emergência de um novo padrão normativo. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. São Paulo. 2006.
- MATTLI, Walter & WOODS, Ngaire (orgs.). The Politics of Global Regulation. Princeton: Princeton University. 2009.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo & PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. In. LIMA, Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua (org.). Direito e economia: 30 anos de Brasil. Tomo 2. Saraiva: São Paulo. 2011.
- MESQUITA, Mário & TORÓS, Mario. Considerações sobre a atuação do Banco Central na crise de 2008. Texto para Discussão. nº 202. Brasília: Banco Central do Brasil, 2010.
- MESQUITA, Mário. Inflação, estagnação e ruptura, 1961-1964. In. ABREU, Marcelo de Paiva (org.). A ordem do progresso. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2014. pp. 179-196.
- MINELLA, André & SOUZA-SOBRINHO, Nelson Ferreira. Canais Monetários no Brasil sob a Ótica de um Modelo Semiestructural. In. BACEN. Dez Anos de Metas para a Inflação - 1999-2009. Brasília: Banco Central do Brasil. 2011. pp. 35-93.
- MODENESI, André de Melo. Regimes monetários: teoria e a experiência do Real. Barueri: Manole. 2005.
- MODIANO, Eduardo Marco. A ópera dos três cruzados, 1985-1990. In. ABREU, Marcelo de Paiva (org.). A ordem do progresso. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2014. pp. 281-312.

- MOREIRA, Vital. Auto-regulação profissional e Administração Pública. Coimbra: Livraria Almedina. 1997.
- MORIN, François. L'hydre mondiale : L'oligopole bancaire. Montreal: Lux. 2015.
- MOSLEY, Layna. Global Capital and national governments. Nova Iorque: Cambridge University Press. 2003.
- MOSQUERA, Roberto Quiroga. Direito Monetário e Tributação da Moeda. São Paulo: Dialética. 2006.
- MOUNK, Yascha. The People vs. Democracy. Cambridge: Harvard University Press. 2018.
- MOURA, Maurício Costa de, & BANDEIRA, Fernanda Martins. Macroprudential policy in Brazil. BIS Paper nº 94. Basileia: Bank for International Settlements. 2017. pp. 77-86.
- MUNDELL, Robert. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. In. The Canadian Journal of Economics and Political Science / Revue canadienne d'Economique et de Science politique. V. 29. N. 4 Nov. 1963. pp. 475-485.
- MUNHOZ, Vanessa da Costa Val. Vulnerabilidade externa e controle de capitais no Brasil: uma análise das inter-relações entre câmbio, fluxos de capitais, IOF, juros e risco-país. In. Nova economia. Vol. 23, nº 2. Belo Horizonte: UFMG. 2013. pp. 371-402.
- NUSSBAUM, Arthur. Teoria Jurídica del Dinero. Madri: Librería General de Victoriano Suárez, 1929.
- OBSTFELD, Maurice. The International Monetary System: Living with Asymmetry. In. FEENSTRA, Robert C. & TAYLOR, Alan M. (eds.). Globalization in an Age of Crisis: Multilateral Economic Cooperation in the Twenty-First Century. Chicago: University of Chicago Press. 2013. pp. 301-336.
- OCTAVIANI, Alessandro. O ordenamento da inovação: a economia política da forma jurídica. São Paulo. 2010. Disponível em < <http://docplayer.com.br/7072877-O-ordenamento-da-inovacao-a-economia-politica-da-forma-juridica.html> >. Acesso em 31 de maio de 2019.

- OLIVEIRA, Luís Maurício Sodré de. Mercado de câmbio: contribuição ao disciplinamento jurídico no Brasil. Curitiba: Juruá. 2009.
- OSTRY, Jonathan; LOUNGANI, Prakash, & FURCERI, Davide. Neoliberalism: Oversold? In: Finance & Development. Vol. 53. nº 2. Nova Iorque: Fundo Monetário Internacional. Junho de 2016. pp. 38-41.
- PAIM, Paulo. Salário Mínimo uma história de luta. Brasília: Senado Federal. 2005.
- PASSARI, Evgenia & REY, Hélène. Financial Flows and the International Monetary System. In. The Economic Journal N. 125. Maio de 2015. pp. 675–698.
- PASTORE, Affonso Celso & PINOTTI, Maria Cristina. Inflação e estabilização: Algumas lições da experiência brasileira. São Paulo: A.C. Pastore & Associados S/C Ltda. Novembro de 1997.
- PASTORE, Affonso Celso. Desajuste fiscal e inflação: uma perspectiva histórica. In. BACHA, Edmar (org.). A crise fiscal e monetária brasileira. 2ª ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira. 2017. pp. 431-448.
- PECEQUILO, Cristina Soreanu. Manual do Candidato – Política Internacional. Brasília: FUNAG. 2012.
- PELÁEZ, Carlos Manuel & SUZIGAN, Wilson. História monetária do Brasil, 2ª ed. Brasília: Editora Universidade de Brasília. 1995.
- PHILLIPS, Alban William. The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957. in. Economica New Series. Vol. 25. n. 100. Novembro de 1958. pp. 283-299.
- PIKETTY, Thomas. O capital no Século XXI. Rio de Janeiro: Intrínseca. 2014.
- PINHO NETO, Demosthenes Madureira de. O interregno Café Filho, 1954-1955. In. ABREU, Marcelo de Paiva (org.). A ordem do progresso. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier. 2014. pp. 143-156.
- PISTOR, Katharina. A Legal Theory of Finance. in. Journal of Comparative Economics. Vol. 41, No. 2. 2013. pp. 311-330.
- POLANYI, Karl. A grande transformação: as origens políticas e econômicas do nosso tempo. 2ª ed., Rio de Janeiro: Campus. 2012.

- PORTUGUÊS, Míriam Oliveira Silva. Recolhimento compulsório como instrumento macroprudencial no Brasil e na Colômbia: algumas evidências empíricas. Dissertação de Mestrado. Instituto de Economia. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro. 2013.
- POSNER, Eric A. Last Resort: The Financial Crisis and the Future of Bailouts. Chicago: University of Chicago Press. 2018.
- PRADO JÚNIOR, Caio. Evolução Política do Brasil. São Paulo: Brasiliense. 1999.
- PRADO JÚNIOR, Caio. História Econômica do Brasil. 31ª ed. São Paulo: Brasiliense. 1985.
- PRÉBISCH, Raul. O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus problemas principais. in. BIELSCHOWSKY, Ricardo (Org.). Cinquenta anos de pensamento na CEPAL. Vol. 1. Rio de Janeiro: Record. 2000. pp. 70-136.
- PRZEWORSKI, Adam & VREELAND, James Raymond. (2000). The Effect of IMF Programs on Economic Growth. Journal of Development Economics. Vol. 62. n. 2. 2000. pp. 385-421.
- PUTNAM, Robert. (1988). Diplomacy and Domestic Politics: The Logic of Two-Level Games. In. International Organization. Vol. 42, Nº 3. Verão 1988. pp. 427-460.
- REALE, Miguel. Lições preliminares de Direito. 25ª ed. 22ª tir. São Paulo: Saraiva. 2001.
- REY, Hélène. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. NBER Working Paper N. 21162. 2015a.
- REY, Hélène. International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma. Mundell Fleming Lecture. 2015b.
- RICARDO, David. Princípios da Economia Política e Tributação. Coleção *Os Economistas*. São Paulo: Nova cultura. 1996.
- RODRIK, Dani. The social cost of foreign Exchange reserves. NBER Working Paper Nº 11952. Janeiro de 2006.
- ROLFE, Sydney & BURTLE, James. O Sistema monetário mundial: uma reinterpretação. Rio de Janeiro: Zahar. 1975.

- ROMER, Paul. The trouble with macroeconomics. Nova Iorque: New York University. Setembro de 2016.
- ROSSI, Pedro & MELLO, Guilherme. Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma. In. CARNEIRO, Ricardo; BALTAR, Paulo & SARTI, Fernando. Para além da política econômica. São Paulo: Editora Unesp Digital. 2018.
- ROSSI, Pedro. Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: Teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e especulação. Rio de Janeiro: FGV. 2016.
- SABBAG, Eduardo de Moraes. Elementos do Direito: Direito Tributário. 3ª ed. São Paulo: Siciliano Jurídico. 2003.
- SANDOVAL, Salvador. Os trabalhadores param: Greves e mudança social no Brasil 1945-1990. São Paulo: Ática. 1994.
- SANTANA, Marco Aurélio. Trabalhadores em movimento: o sindicalismo brasileiro nos anos 1980-1990. In. FERREIRA, Jorge & DELGADO, Lucília de Almeida Neves (Orgs.). O Brasil republicano. v.4. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira. 2003. pp. 283-313.
- SANTIAGO, Saulo Quadros. A vulnerabilidade externa brasileira no regime cambial de flutuação suja. Texto para discussão nº 2321. Brasília: IPEA. Agosto de 2017.
- SAWAYA, Rubens. Ortodoxia e desenvolvimento: inflação e mito. In. LACERDA, Antonio Corrêa de (Org.). Desenvolvimento brasileiro em debate. São Paulo: Blucher. 2017. pp. 49-77.
- SAYAD, João. Dinheiro, Dinheiro. São Paulo: Portfolio/Penguin. 2015.
- SCHWARTSMAN, Alexandre. Metas para a inflação: imperfeitas para um mundo imperfeito. in. URANI, André, GIAMBIAGI, Fabio & REIS, José Guilherme (Org.). Reformas no Brasil: Balanço e agenda. Rio de Janeiro: Nova Fronteira. 2004.
- SENADO FEDERAL. Relatório de acompanhamento fiscal. Brasília: Instituição Fiscal Independente. Junho de 2017.
- SILVA, Anderson Caputo. Origem e história da dívida pública no Brasil até 1963. In. SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de & MEDEIROS, Otavio Ladeira de (orgs.). Dívida pública: a experiência brasileira. Brasília: STN. 2009. pp. 33-56.

- SILVA, Gustavo Jorge. “Desesperadamente otimistas” no FMI e Banco Mundial. 2018a. Disponível em < <https://outraspalavras.net/desigualdades-mundo/desperadamente-otimistas-no-fmi-e-banco-mundial/> >. Acesso em 31 de maio de 2019.
- SILVA, Gustavo Jorge. A demanda por crédito pela cafeicultura no Segundo Reinado: paralelos entre hipoteca de escravos e de terras no século XIX. Revista Fórum de Direito Financeiro e Econômico – RFD FE. Vol. 12. 2018b. pp. 125-145.
- SILVA, Gustavo Jorge. Crise e regulação macroprudencial no Brasil: Efeitos da Grande Recessão sobre a estrutura regulatória das instituições financeiras brasileiras. 2018c. Disponível em < <https://drive.google.com/file/d/1vV2u1L1vpME0NU4lXa6hSDbuy-GxcLa/view> >. Acesso em 31 de maio de 2019.
- SILVA, Gustavo Jorge. O Tripé Macroeconômico: O que é e de onde vem? 2016. Disponível em < <https://www.politize.com.br/tripe-macroeconomico-o-que-e/> >. Acesso em 31 de maio de 2019.
- SILVEIRA, Thais Hae Ok Brandini Park. O Plano Real e o balanço de pagamentos do Brasil. 2015. Tese (Doutorado em Direito Econômico e Financeiro) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.
- SIMMONS, Beth. The International Politics of Harmonization: The Case of Capital Market Regulation. In. International Organization. Vol. 55. nº 3. Georgetown University: Washington D.C. 2001. pp 589-620.
- SIMONSEN, Mario Henrique. Nota sobre o problema inflacionário em 1974. Arquivo Geisel. CPDOC. Dossiê EG/pr 1974.03.28 (I-4). Despacho sem data. 1974.
- SIMONSEN, Roberto & GUDIN, Eugênio. Desenvolvimento: O debate pioneiro de 1944-1945. Vol. 1. Brasília: IPEA. 2010.
- SINGER, Paul. Curso de introdução à economia política (Aulas no Teatro de Arena, São Paulo, 1968). 8ª ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária. 1983.
- SMITH, Adam. A Riqueza das Nações: Investigação sobre sua natureza e suas causas. Vol. 2. Coleção Os Economistas. São Paulo: Nova cultura. 1996.
- STN. Relatório Mensal da Dívida Pública Federal. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional. Março de 2018.

- SUPLICY, Eduardo Matarazzo. (1974). Os efeitos das minidesvalorizações da taxa de câmbio sobre as exportações brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*. Vol. 14. nº 6. pp. 33-72.
- TAYLOR, John B. Discretion versus Policy Rules in Practice. in. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. Vol. 39. 1993. pp. 195-214.
- TESCHKE, Benno. *The Myth of 1648: Class, Geopolitics, and the Making of Modern International Relations*. Londres: Verso. 2003.
- TOBIN, James. A Proposal for International Monetary Reform. in. *Eastern Economic Journal*. Vol. 4. n. 3-4. 1978. pp. 153–159.
- VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de. *Economia: micro e macro*. 4ª ed. São Paulo: Atlas. 2007.
- VEIGA FILHO, João Pedro da. Reformas e projectos monetários no Brazil. In. *Revista da Faculdade de Direito de São Paulo*. v. 13. São Paulo: Faculdade de Direito de São Paulo. 1905. pp. 135-153.
- VIDAL, Jean-François. International Regimes. in. BOYER, Robert & SAILLARD, Yves (Org.). *Régulation Theory: the state of the art*. Londres: Routledge. 2002. pp. 108-114.
- VITALI, Stefania; GLATTFELDER James B., BATTINSTON Stefano. The Network of Global Corporate Control. In. *PLoS ONE*. Vol. 6. 10ª ed. Outubro de 2011.
- WALLERSTEIN, Immanuel. *O sistema mundial moderno*. Vol. I: a agricultura capitalista e as origens da economia-mundo europeia no século XVI. Porto: Ed. Afrontamentos. 1974.
- WALTZ, Kenneth. *Man, the State and War: A Theoretical Analysis*. Nova Iorque: Columbia University Press. 2001.
- WEBER, Max. *Economia e sociedade: fundamentos da sociologia compreensiva*. Vol. 1. 4ª ed. Brasília: UnB, 2000.
- WEBER, Max. *História geral da economia*. São Paulo: Mestre Jou. 1968.
- YAMAGUCHI FERREIRA, Caio Rioei. *Dívida pública e gestão da liquidez: uma análise a partir de 1994*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. São Paulo. 2018.

ZAHLER, Roberto. La integración a los mercados financieros internacionales: consecuencias para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento. Série macroeconomía del desarrollo. n° 114. Santiago: Nações Unidas. 2011.

ZAKARIA, Fareed. The Rise of Illiberal Democracy. In. Foreign Affairs. Vol. 76. n° 6. Nova Iorque: Council on Foreign Relations. 1997. pp. 22-43.