

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ECONOMIA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

REBECA LA-RAMA SILVA SANTOS

**Impactos da Autonomia do Banco Central na Estabilidade
Macroeconômica**

Brasília

2024

REBECA LA-RAMA SILVA SANTOS

**Impactos da Autonomia do Banco Central na Estabilidade
Macroeconômica**

Projeto final de conclusão de curso- TCC
ao Departamento de Economia da
Universidade de Brasília (UnB) como
requisito parcial à obtenção do grau de
Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Prof^o. Dra. Daniela Freddo.

Brasília

2024

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	5
2	SAGA INSTITUCIONAL BRASILEIRA:	6
2.1	BANCO(S) DO BRASIL:	6
2.2	SUMOC	13
2.3	BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN):.....	16
3	CONCEITO DE ESTABILIDADE MACROECONÔMICA	21
3.1	ESCOLAS DO PENSAMENTO ECONÔMICO:	21
3.1.1	MECANISMO DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NO MODELO IS-LM PADRÃO:	21
3.1.2	OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DE ACORDO COM A ESCOLA MONETARISTA:.....	24
3.1.3	MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DE ACORDO COM A ESCOLA NOVO-CLÁSSICA E NOVO-KEYNESIANA.....	27
3.1.4	MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DE ACORDO COM A ESCOLA PÓS-KEYNESIANA	30
4	IMPACTO DA AUTONOMIA DO BACEN NA ESTABILIDADE MACROECONÔMICA.....	34
4.1	NOVA SÍNTESE NEOCLÁSSICA OU NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO 34	
4.2	OS FUNDAMENTOS DA PROPOSTA DE AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL E SEUS DESDOBRAMENTOS NA ESTABILIZAÇÃO MACROECONÔMICA (DUAS VISÕES ACERCA DA ESTABILIDADE)	39
5	CONCLUSÃO	42
6	REFERÊNCIAS.....	43

RESUMO

Este projeto tem como foco principal conceituar a estabilidade macroeconômica dentro do pensamento ortodoxo, especialmente a partir dos princípios da nova síntese neoclássica. Destaca-se a importância crucial da autonomia do Banco Central para eliminar o viés inflacionário do governo e alcançar um equilíbrio econômico sustentável, com ênfase na estabilidade de preços. O projeto também analisa os eventos histórico-econômicos relevantes enfrentados pelo Brasil até conquistar sua autonomia. Além disso, explora o pensamento que sustenta a busca por um banco central e sua autonomia, examinando os instrumentos de política monetária desenvolvidos por diferentes escolas de pensamento econômico, como os velhos-keynesianos, monetaristas e pós-keynesianos.

Palavras-chave: Estabilidade Macroeconômica; Estabilidade de Preços; Banco Central; Autonomia.

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO

De forma geral esse projeto tem como o objetivo conceituar a estabilidade macroeconômica pro pensamento dominante, que é o ortodoxo e as formas de chegar ao equilíbrio partindo dos pensamentos formados pela nova síntese neoclássica para alcançar objetivos traçados pelo Banco Central e mostrar que a autonomia vem como uma forma de completar esse arcabouço teórico, eliminando o viés inflacionário do governo e permitindo assim que se alcance um equilíbrio econômico sustentável pro país, se baseando na busca por estabilidade de preços. Os objetivos específicos começam a ser traçados pela saga institucional brasileira, que se propõe a explicar os esforços feitos para consolidar a instituição Banco Central no país sendo influenciado pela visão dominante internacional do século XX propagada pela Inglaterra com as controvérsias monetárias que surgiram no século XIX e pela lei bancária de 1844. Dessa forma será explicado alguns importantes acontecimentos histórico-econômicos que o Brasil enfrentou até conseguir se consolidar e chegar em sua última delegação com a lei de autonomia. Partindo disso, o próximo capítulo pretende delimitar o pensamento que faz com que um banco central seja almejado, e mais do que isso, a autonomia do banco central seja almejada, que será explicado por meio de instrumentos de política monetária construídos por cada escola de pensamento econômico e como vão se posicionar diante disso, se dividindo entre os velhos-keynesianos, monetaristas e pós-keynesianos. Vale ressaltar também que essa estabilidade macroeconômica vai ter seus sentidos alterados conforme o pensamento de cada escola analisada, para o pensamento dominante aqui discutido, será a estabilidade de preços. Por fim, no último capítulo será apresentado a Nova síntese neoclássica ou Novo consenso Macroeconômico em que seus supostos e objetivos são hoje adotados por vários bancos centrais, inclusive o Bacen, em que está pautado em supostos que serão abordados, para que possa correlacionar essa ideia com o pensamento Novo-Clássico, que eles se baseiam com a nova síntese e quais são os tipos de política que eles vão exercer conforme colocado pelo pensamento ortodoxo discutido até o momento. Dessa forma, com o intuito de mostrar os possíveis impactos que a teoria neoclássica possa desempenhar na sociedade, será abordado também o pensamento pós-keynesiano como forma de analisar por outro ponto de vista os desdobramentos que possam se dar para a sociedade, para contribuir para uma análise mais robusta e tecer críticas a teoria colocada aqui como a dominante.

2 SAGA INSTITUCIONAL BRASILEIRA:

Este capítulo propõe explicar alguns acontecimentos histórico-econômicos importantes para o País considerados pela bibliografia, a fim de explicar como se deu o processo da institucionalização de um Banco Central no Brasil. Além de discutir, dado o momento histórico, a necessidade de uma autoridade monetária para atuar na política econômica, visando fomentar a estabilidade macroeconômica, no decorrer dos anos. O primeiro subcapítulo tem como objetivo apresentar a saga do Banco do Brasil e mostrar suas atribuições e transformações. O segundo, introduz e revisa as competências da implementação da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc). Por último, trata do Banco Central, com a sua primeira instalação em 1964 até a lei de autonomia de 2021.

2.1 BANCO(S) DO BRASIL:

A história financeira do Brasil começou a se desenhar no início do século XIX com a criação do Banco do Brasil em 1808, durante o governo do príncipe regente Dom João, por meio de um alvará em 12 de outubro. Esse banco, cujas operações se iniciaram em 11 de dezembro de 1809, desempenhou um papel pioneiro no comércio bancário nacional, contribuindo financeiramente para as guerras pela independência e consolidação política do Império. Em 1812, a ideia original era financiar o Banco do Brasil com capital privado, mas, devido à falta de investidores, a Real Fazenda tornou-se acionista. Diante de contínuas dificuldades financeiras, o governo decidiu nacionalizar a dívida do banco em 1821, uma vez que grande parte de suas operações envolvia o financiamento dos gastos públicos. Com o retorno da família real a Portugal, a crise do banco aprofundou-se, agravada pela retirada significativa de metais preciosos e jóias de seus cofres. No entanto, esses desafios, somados à baixa venda de ações, levaram o governo imperial a não renovar a concessão de funcionamento do banco, que em decorrência da Lei de 23 de setembro de 1829, o Banco do Brasil teve que entrar em liquidação, e as tentativas subsequentes de restabelecimento não obtiveram êxito (Gabler, 2023). Até que a Lei n. 683, de 5 de julho de 1853, estabeleceu o segundo Banco do Brasil, autorizando o governo a aprovar seus estatutos. Esses estatutos foram aprovados pelo Decreto n. 1.223, de 31 de agosto de 1853, que autorizou a fusão do Banco Comercial do Rio de Janeiro, criado em 1838, com o Banco do Brasil, fundado em 1851 por Irineu Evangelista de Sousa. A instituição começou suas operações em 1854, focando no saneamento do meio circulante e na expansão do crédito para apoiar o comércio. (Gabler, 2023)

De 1850 a 1930, a política de emissão no Brasil foi marcada por debates entre os “metalistas” e os “papelistas”, discussões essas originadas das controvérsias monetárias ocorridas na Inglaterra nos debates entre bulionistas e anti bullionistas (Mollo, 1994). No Brasil, esses grupos discordavam sobre centralização ou diversificação da emissão, se ela deveria ser estatal ou privada, e se o lastro seria metálico integral, parcial, em títulos ou moeda fiduciária. Os metalistas queriam vincular a moeda a um valor fixo de metal para estabilidade cambial e adesão ao padrão ouro. Já os papelistas defendiam um modelo com emissão de papel-moeda ou títulos, regulada para não afetar o câmbio (Meneghetti, 2006, p. 28). Essas disputas impactaram o Banco do Brasil por décadas, em 1857 o banco perdeu o monopólio de emissão, compartilhando com outras instituições e só em 1862, recuperou a exclusividade (Banco..., 2016). Contudo, a função de banco emissor foi extinta em 1866 pela lei n. 1.349. O decreto n. 3.739 de 1866 reformulou os estatutos, tornando o Banco do Brasil uma companhia anônima e não estatal. A volta à administração pública ocorreu no governo republicano, conforme decreto n. 1.167 de 1892 (Gabler, 2023).

Entre 1888 e 1889, a economia brasileira experimentou crescimento impulsionado pela expansão da cafeicultura, que atraiu investimentos estrangeiros. Aumentou-se também a força de trabalho assalariada, composta por imigrantes e ex-escravizados, resultando em benefícios para a balança de pagamentos e a valorização do câmbio. Esse panorama econômico positivo incentivou a implementação de reformas econômicas e financeiras para auxiliar os avanços do movimento republicano. Tais reformas tinham como objetivo principal expandir o crédito por meio da emissão de papel-moeda, uma condição essencial para atender às demandas relacionadas ao pagamento de salários e ao auxílio aos produtores de café do Vale do Paraíba, que enfrentavam dificuldades financeiras após a abolição (Ministério..., 2017).

Com a Proclamação da República em 1889 e a instauração do governo provisório, assume a Presidência o marechal Manuel Deodoro da Fonseca 1889-1890, e Rui Barbosa para o Ministério da Fazenda. A partir do mês de janeiro de 1890, uma série de atos promoveriam uma mudança de fato na política monetária comparativamente ao regime anterior, devido à introdução da moeda fiduciária, isto é, aquela que não era conversível a uma certa quantidade de ouro. Além disso, o governo optava pela flutuação cambial e pelo abandono do comprometimento com o padrão monetário estabelecido em 1846 (Franco, Lago, 2012, p. 177, 179-180). Inicialmente, o governo adotou o princípio da pluralidade bancária, concedendo a vários bancos, o privilégio de emitir sem base no lastro em ouro, mas garantido em títulos da dívida pública. Entretanto, essa medida se mostrou ineficaz, e a situação financeira do país se

agravou, em resposta à crise, em dezembro de 1890, o governo criou o Banco da República dos Estados Unidos do Brasil. A intenção aqui era estabelecer um banco central nos moldes britânicos, com poderes para regular o crédito e influenciar o mercado de câmbio, essa nova instituição bancária recebeu autorização para aumentar significativamente a emissão de papel-moeda não conversível, impulsionando uma expansão monetária imediata após a implementação das medidas estabelecidas pelo governo provisório. (Lobo, 2016)

Dessa forma, “O Rui Barbosa introduz uma reforma bancária, que permite emissões de moeda por parte de novos bancos que ele criou” (Franco, 2018). A partir daí, uma quantidade considerável de dinheiro, sem nenhum lastro, passou a circular na capital federal, onde todos negociavam com a intenção de obter grandes lucros, inclusive os próprios fazendeiros do Estado do Rio de Janeiro, que especulavam com o dinheiro dos empréstimos obtidos junto aos bancos (Carvalho, 1987, p. 20). Essa agitação financeira, de expansão monetária, se transformou numa verdadeira ‘bolha especulativa’, atingindo seu ápice no final do mesmo ano, foi dado o nome de ‘encilhamento’- numa alusão ao momento em que os cavalos são preparados para o páreo. Nesse período de grande especulação na bolsa, tanto a compra quanto a venda de títulos propiciaram a formação de grandes fortunas, mas, ao mesmo tempo, levou inúmeros bancos e empresas à falência (Franco, Lago, 2012, p. 180). Nas palavras de Gustavo Franco, ex-presidente do Bacen: “Banco do Brasil fundiu-se com um par dos novos, houve uma explosão de criação de bancos que podiam emitir dinheiro, tudo dentro da crença, que era preciso aumentar a circulação monetária, haver mais dinheiro e crédito disponível, mas é claro também, que houve exagero, houve imprudência e o troço deu errado, começa a “debacle” (fracasso) num figurino clássico de bolha, que estourou e o estouro da bolha ficou conhecido como o encilhamento, o episódio” (Franco, 2018). Assim, ao longo das décadas seguintes, o Banco do Brasil passou por diversas fases jurídicas, com o objetivo de melhor administrar os excessos do encilhamento e em 1892, por meio do Decreto 1.167, o Banco do Brasil se fundiu com o Banco da República dos Estados Unidos do Brasil, criando o Banco da República do Brasil.

Esse período histórico culminou com a contrarreforma monetária do ministro da fazenda Joaquim Murinho (1898-1902), que aceitava a teoria quantitativa da moeda e defendia a execução da lei do padrão-ouro de 1846, onde a política monetária deveria ser orientada para manter a relação entre o papel-moeda e o ouro, através da contração da renda e com medidas de contenção de crédito. A consequência a curto prazo dessa política foi uma crise bancária em 1900 que quase destruiu o Banco da República do Brasil e foi obrigado a suspender os pagamentos. Nesse ponto o Congresso concedeu um milhão de libras esterlinas ao banco para

ajudá-lo e ajudar às demais instituições do mercado monetário (Medeiros). Ao mesmo tempo também houve uma elevada queda dos preços do café, especialmente nos anos de 1895 e 1896, que levou a uma redução do saldo da balança comercial, gerando uma crise cambial (VILLELA; SUZIGAN, 1973). Diante desse contexto, surgiu pela primeira vez a consideração de um acordo para a estabilização da dívida externa. Devido à postura de Murinho comprometida com a doutrina ortodoxa, ele obteve uma positiva receptividade no mercado internacional, esse fato direcionou as negociações com os credores brasileiros para uma nova perspectiva. Em 15 de junho de 1898, uma proposta de moratória foi apresentada em Londres, culminando na assinatura do Funding Loan entre o governo brasileiro e a Casa N. M. Rothschild & Sons (GREMAUD, 2003).

O Banco do Brasil atual teve origem em 1905, quando o Banco da República do Brasil enfrentou uma crise bancária grave. O Tesouro federal interveio para apoiá-lo devido à sua importância no sistema financeiro e sua função como banqueiro do governo. O Banco foi reorganizado como Banco do Brasil, controlado diretamente pelo governo. O Tesouro comprou cerca de um terço das ações e teve influência significativa, nomeando o presidente e um dos diretores. Embora tenha se tornado o acionista majoritário em 1923, o Banco já atuava como uma instituição pública desde sua reorganização. O governo assumiu o controle para estabilizar o câmbio, depositando seus fundos no Banco do Brasil e tornando-o o único agente do governo em transações de moeda estrangeira. Isso reduziu a influência dos bancos estrangeiros nas operações de câmbio. A principal medida para a estabilização cambial foi a criação da Caixa de Conversão, em 1906, no contexto do Convênio de Taubaté. Este convênio, firmado entre o governo federal e os presidentes dos estados de Minas Gerais, Rio de Janeiro e São Paulo, estabeleceu diretrizes para a valorização do café. A Caixa de Conversão representou a adesão do Brasil ao padrão-ouro, aumentando as reservas cambiais por meio de suas emissões e da política de valorização do café, impulsionando também as exportações do produto. Esse influxo de capital permitiu investimentos em infraestrutura e diversificação econômica. Todavia, com a Primeira Guerra Mundial em 1914, os investimentos estrangeiros foram interrompidos e isso prejudicou o setor cafeeiro. Nesse contexto, o padrão-ouro foi abolido no país. O Banco do Brasil, sem fundos especiais do Tesouro para manipular a taxa de câmbio, conseguiu apenas mitigar as oscilações, enquanto o governo passou a injetar capital no banco para realizar operações de redesconto e conceder empréstimos de curto prazo (Medeiros).

Entre 1916 e 1920, houve novamente uma mobilização em prol da criação de um banco central, destacando-se fatores como a ascensão de modelos ortodoxos na política econômica internacional e eventos econômicos internos. No entanto, a proposta de criação de um banco

central foi adiada devido ao receio de possíveis abusos inflacionários. Em dezembro de 1922, logo após a posse do governo de Artur Bernardes, o Deputado Cincinato Braga apresentou uma lei ao Congresso propondo a transformação do Banco do Brasil em Banco Central (decreto n. 4.635-A, de 8 de janeiro de 1923), meses depois, em 24 de abril, foi celebrado um contrato com o Tesouro Nacional transformando o Banco do Brasil em instituição emissora, facultando a emissão de notas a uma taxa inferior à paridade padrão. O tratado foi aprovado pela assembleia-geral extraordinária, realizada em 2 de maio de 1923. Nessa ocasião, foram aprovados ainda novos estatutos e o banco passou a ser estruturado em uma diretoria; áreas responsáveis pelas carteiras de emissão, câmbio, comercial e das agências; assembleia-geral e conselho fiscal (Brasil, 1923a, p. 13.687). O Banco do Brasil, até então o maior banco comercial do país, assumia agora as funções de banco central, incluindo o monopólio de emissão de papel-moeda, ainda que sob controle do Tesouro. Esse mesmo ato fechou a Carteira de Redescontos, mas a instituição continuou a dominar esse mercado, apesar de não poder emitir notas para esse propósito (Banco..., s.d.)

Washington Luís quando assumiu a presidência em 1926, implementou um projeto de reforma monetária por meio do decreto n. 5.108 de 18 de dezembro de 1926. Esse decreto introduziu o cruzeiro como nova moeda e adotou o padrão-ouro. Além disso, estabeleceu a Caixa de Estabilização como órgão de estabilização cambial, com a possibilidade de sua incorporação ao Banco do Brasil após reformas neste último. O decreto transferiu ao Poder Executivo a responsabilidade pelo fundo de ouro que garantia a emissão bancária, permitindo ao governo negociar letras de câmbio no exterior. O País vinha enfrentando dificuldades internas desde 1928, mas a crise de 1929, provocou forte recessão mundial, encontrando o Brasil já em dificuldades e com uma safra recorde de café. “A contração das vendas [...] fazem do café um dos casos mais dramáticos de queda de preços entre os produtos primários durante os estágios iniciais da grande depressão (queda de cerca de 1/3 nos preços entre 29 e 30)”. “O colapso [...] foi o golpe de misericórdia no equilíbrio do Balanço de Pagamentos [...] o Governo Federal agarrou-se teimosamente à manutenção do padrão [ouro] no pressuposto de que seria possível obter um grande empréstimo de estabilização a curto prazo. O resultado foi aprofundar mais ainda a contração monetária [...] transformando a recessão iniciada no início de 1929 em uma crise sem precedentes, que acabaria por sepultar o regime” (FRITSCH, 1990. p. 62).

Em resposta, entre 1930 e 1931, adotou-se uma política cambial restritiva, centralizando o câmbio no Banco do Brasil e declarando-se moratória do pagamento de dívidas em moeda estrangeira. Durante a década de 1930, o governo de Getúlio Vargas implementou uma política de destruição do café para reduzir o descompasso entre produção e demanda

internacional. No âmbito das iniciativas para apoiar o setor bancário, a Carteira de Redesconto do Banco do Brasil foi reaberta em dezembro de 1930, reiniciando suas operações. Os recolhimentos ou depósitos compulsórios representam um instrumento ativo, porque atuam diretamente sobre o nível de reservas dos bancos comerciais. Sua taxa de recolhimento reflete diretamente no nível de expansão ou contrações dos meios de pagamento, via multiplicador bancário (MARINHO, 2007). Esse instrumento foi instituído no Brasil com a criação da Caixa de Mobilização Bancária do Banco do Brasil (Camob) em 1932, em que os bancos comerciais tinham de depositar todo encaixe em moeda corrente que excedesse 20% do volume global de depósitos, bem como os bancos seriam obrigados a manter um encaixe equivalente a 15% dos depósitos à vista (para os depósitos até 90 dias) e 10% sobre os demais depósitos (MARINHO, 2007).

Ou seja, introduziu a obrigatoriedade de manutenção de reservas compulsórias pelos bancos e melhorou as condições de crédito no país. Nesse contexto de crise e recuperação nos anos 30, as discussões para a criação de um banco central no Brasil ressurgiram, visando manter a estabilidade de preços, controlar o crédito e proporcionar estabilidade para o sistema bancário, refletindo um período de mudanças significativas na estrutura econômica e financeira do país. Tanto que houve a criação de duas constituições no país, a segunda república em 1934 e o estado novo em 1937.

O restabelecimento da Caixa de Mobilização Bancária do Bancos do Brasil - Camob, por meio do Decreto-lei 6.149, de 1944, que altera sua denominação para Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária ocorre em um contexto de expansão da rede bancária sendo a última medida de ordenamento do sistema bancário que antecede à criação da Sumoc. A Camob passa a fiscalizar os estabelecimentos de crédito e a acompanhar o seu comportamento. (RIBEIRO e GUIMARÃES, 1967) registraram que entre 1940 e 1941 a rede bancária havia se ampliado em 286 novos estabelecimentos, entre 1941 e 1942 haviam surgindo 282, entre 1942 e 1943 mais 253 e de 1943 para 1944, 278 novos estabelecimentos, e, portanto, era necessário o monitoramento e apoio ao funcionamento da rede bancária, permitindo-lhe também o socorro de última instância. "tendo em vista que a Guerra havia criado "vários elementos que interferem no sentido de perturbar a confiança à normalidade dos negócios em geral, cumprindo ao Governo anular-lhe a ação" e que [por isso] é fundamental assegurar aos bancos a mobilidade de seus ativos que permitam, em qualquer emergência, fazer face aos compromissos assumidos com seus depositantes e [atender] às necessidades gerais da economia do País". (p. 166)

Assim, as décadas de experimentos haviam proporcionado um certo grau de experiência, um ambiente propício e o reconhecimento da necessidade de aperfeiçoamento da regulamentação bancária, monetária e cambial no Brasil. (Filho, 2005)

2.2 SUMOC

Em julho de 1944, vários países assinaram o Acordo de Bretton Woods- um pacto econômico para reorganizar a economia global. O estabelecimento desse acordo influenciou os formuladores da política econômica interna do Brasil, que reconheceram uma nova fase nas relações internacionais. Diante dessa mudança, percebeu-se a oportunidade de criar uma instituição com características de um banco central independente. Além disso, buscava-se demonstrar o compromisso brasileiro com sua inserção na nova ordem financeira internacional, surgida com a criação do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Mundial. Otávio Bulhões, participante do encontro de Bretton Woods, destacou a influência desse evento e o apoio interno ao projeto de criação da Superintendência: "lá, com certeza, obtive melhor visão e pude fazer uma coisa mais precisa. A redação do projeto tomou-me apenas algumas semanas. Tive a colaboração de várias pessoas que faziam parte da Seção de Estudos Econômicos [do Ministério da Fazenda], como José Nunes Guimarães, Eduardo Lopes Rodrigues, Aluísio de Lima Campos. Recebi também o apoio de José Vieira Machado, do Banco do Brasil, não só no projeto, mas em sua execução. Vieira Machado foi o primeiro Diretor Executivo da Sumoc." (BULHÕES, 1990, p. 53)

Além disso, outra influência no projeto de criação da Sumoc, foi o objetivo de controlar a expansão monetária que desde 1940 pressionava os aumentos de preços, uma vez que "O projeto de criação da Sumoc resultou de uma tendência de controle monetário advinda de longa experiência. Resultou de conversações frequentes entre os funcionários do Banco do Brasil, do Ministério da Fazenda e de alguns empresários. E, sobretudo, da orientação do professor Eugênio Gudin. O professor Gudin achava que na ocasião era inoportuno criar um banco central - ele achava que com um déficit do Tesouro grande e sem perspectivas de equilíbrio orçamentário, um banco central seria inútil - mas que se podia fazer alguma coisa no caminho da sua criação. Diante dessas ponderações todas foi que surgiu a ideia da Sumoc." (BULHÕES, 1990, p. 53 e 54)

Dessa forma, ao final do primeiro período de Getúlio Vargas (1930-1945), como Presidente da República, finalmente foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito, pelo Decreto-Lei nº 7.293, de 2 de fevereiro de 1945, que instituiu a autoridade monetária brasileira, com a missão de preparar a organização de um banco central no país. "tendo como objetivo principal combinar uma orientação monetária com uma orientação fiscal" (BULHÕES, 1990, p. 54). É importante destacar que o arcabouço legal que respaldava as operações do Banco do Brasil e de suas Carteiras, agora subordinadas às diretrizes da Sumoc, fundamentava-se em

uma série de Decretos-lei. O uso frequente do Decreto-lei como instrumento pelo Governo para implementar medidas de política econômica estava em conformidade com a Constituição de 1937, que conferia à União prerrogativas para deliberar sobre questões dessa natureza. Portanto, coube a Sumoc coordenar todas as Carteiras do Banco do Brasil que anteriormente executavam funções típicas de um banco central, a saber a) Carteira de Redesconto e Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária - efetuava as emissões, atuava como banco dos bancos, provendo liquidez, inclusive socorro de última instância, ao sistema e deveria exercer a fiscalização das instituições bancárias, função esta a menos desenvolvida até então. b) Carteira de Câmbio - Política e controle do câmbio. Adicionalmente, foi-lhe atribuído o poder de disciplinamento do crédito e - talvez o mais importante em termos de flexibilidade e agilidade - a prerrogativa de baixar Instruções para "a perfeita execução" de suas atribuições, o que iria efetivamente dar uma nova face à política econômica do Governo (Filho, 2005).

Na exposição de motivos com que o Ministro da Fazenda Arthur de Souza Costa justificou a criação do novo órgão encontra-se a seguinte declaração: "A Superintendência da Moeda e do Crédito foi criada para impedir os efeitos da inflação em sua obra de desorganização da ordem econômica. Sem o controle do crédito o potencial monetário continuará subindo com grave perigos para o país. Os preços altos dos nossos produtos de exportação - algodão, café, tecidos e materiais estratégicos - tornaram-se poderosos agentes de inflação; porque as importâncias entregue aos exportadores, não tendo podido ser congeladas, passaram a ser aplicadas na aquisição das utilidades existentes no país e cujo aumento de produção não pode ser proporcional ao dos meios de pagamento. A manutenção dos meios de pagamento em circulação, sem o controle dos empréstimos bancários e o desenvolvimento sistematizado de vendas dos títulos do Governo Federal agravaram a inflação que já era de proporções exageradas. É, portanto, chegado o momento inadiável do lançamento de um sistema completo de flexibilidade e de controle do meio circulante e do crédito. Os saldos favoráveis no balanço de pagamentos e das despesas do Governo em excesso sobre a arrecadação determinam um estado de inflação que a subscrição compulsória das 'Obrigações de Guerra' e dos demais empréstimos tende a corrigir, desde que o Governo adote uma política severa de restrições de despesas e exerça um controle de crédito de modo que se canalizem para os títulos do Governo os recursos disponíveis (...)"

Nascia assim a autoridade monetária com instrumentos e orientação ortodoxa, durante o desafiador período pós-guerra, a Sumoc liderou a política monetária, cambial e creditícia, promovendo a reorganização e fiscalização do sistema bancário nacional, porém a execução de suas políticas deveria estar condicionada a um cuidado com a manutenção da atividade

econômica. Nesse contexto, o Banco do Brasil desempenharia um papel crucial na implementação e no aprendizado institucional decorrentes do novo modelo. Sua extensa experiência seria aproveitada, conferindo-lhe uma função fundamental. O Banco do Brasil passaria a executar as políticas estabelecidas pelo Conselho da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), sendo também representado por três de seus membros no próprio Conselho. Essa integração do Banco do Brasil no processo reflete a importância de sua expertise e participação ativa na condução das políticas monetária, cambial e de regulação bancária, delineadas pelo novo arranjo institucional. Todos os governos que se sucederam entre 1945 e 1955 (Dutra, Vargas e Café Filho) e as legislaturas do Congresso desse período não chegaram a alterar o quadro institucional estabelecido com a criação da Sumoc. Assistiu-se no período, ao crescente fortalecimento dessa instituição sendo-lhe atribuída, de forma cumulativa, responsabilidades de orientação e execução da política econômica, o que atesta bem a coerência e a robustez do projeto inicial. A Sumoc seria governada por um conselho, presidido pelo ministro da Fazenda, que seria constituído também por um diretor executivo, nomeado pelo presidente da República, pelo presidente do Banco do Brasil e pelos diretores de suas duas carteiras. Pode-se notar, pela presença de três representantes no conselho, a influência que o BB exerceria sobre a Sumoc ao longo dos anos (Filho, 2005). "O princípio adotado na Sumoc era de preparo para o futuro, e não se tornar um meio de execução imediata, pois ainda não estava aparelhada para isso. O objetivo era ajudar a discutir os problemas, e, principalmente, combinar a política fiscal com a política monetária. (...) a ideia fundamental do Conselho da Sumoc era essa, de modo a dar uma grande força à atuação do Estado no domínio econômico. Uma coisa muito importante que não se leva em conta em nosso país, é preparar, e não executar propriamente, com dados incipientes. Era preferível preparar do que executar mal por falta de preparo." "Eu não aspirava propriamente independência. O que eu visava era a coordenação, a coerência de atitude. E felizmente, com a ideia do Conselho, consegui que houvesse coerência de atitude entre o Banco do Brasil e o Ministério da Fazenda." (BULHÕES, 1990. p. 94-95);

Com o tempo, a estrutura da Sumoc foi ajustada para melhor adequar-se às necessidades específicas de cada época. A partir da vigência da Lei nº 2.145, de 29 de dezembro de 1953, art. 4º, o conselho passou a incluir o Diretor da Carteira de Comércio Exterior. Com a vigência da Lei nº 2.973, de 26 de novembro de 1956, art. 20, o conselho recebeu o Presidente do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico. Com a Lei nº 4.048, de 29 de dezembro de 1961, art. 47, o conselho recebeu um representante do Ministério da Indústria e Comércio. No exterior, o Conselho da Sumoc foi o interlocutor oficial do Brasil perante os organismos

financeiros internacionais e atuou na regulamentação de capital estrangeiro e do comércio exterior. Para apoiar a presença do Brasil no ambiente externo, intensificou a atuação no comércio exterior e no câmbio. A Lei nº 4.131, de 1962, instituiu, no âmbito da Sumoc, o serviço especial de registro de capitais estrangeiros que ingressassem no Brasil e de operações financeiras com o exterior. Diversos estudos acadêmicos sobre a Sumoc revelam a importância da Superintendência no processo de reestruturação econômica do Brasil. Sugerem também que ela influenciou na industrialização do Brasil ocorrida a partir de 1955, a maior dispersão territorial e organização mais adequada da atividade bancária no Brasil. No campo regulatório, a superintendência emitia instruções, assinadas pelo Diretor Executivo, e circulares, subscritas pelo Secretário Geral, para esclarecimentos diversos. Esses instrumentos conferiram à Sumoc agilidade de atuação e tratavam assuntos como a gestão bancária, a política cambial, a política monetária e a organização interna da superintendência (Filho, 2005).

Como maior legado, o Conselho da Sumoc, subordinando a instituição monetária à influência de agentes externos, pode ser considerado o embrião do Conselho Monetário Nacional (CMN), demonstrando-se uma duradoura inovação (FRANCO, 2017). Foram emitidas no total 293 instruções ao longo da existência da Sumoc, sem periodicidade definida. Foram emitidas 113 circulares no total, sem periodicidade definida (Banco Central).

2.3 BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN):

A necessidade da criação de um "banco dos bancos" no país era percebida desde antes do século XX, evidenciada pela criação da Casa da Moeda em 1694 e pelo primeiro banco nacional em 1808, como já abordado anteriormente. Por quase vinte anos (1945-1964), o Conselho da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc) desempenhou um papel crucial como órgão decisório de política econômica no Brasil, até a reforma do sistema financeiro em 1964, como o Banco do Brasil inicialmente desempenhou funções de banco central misto, incluindo emissão de papel-moeda, desconto e depósitos, bem como responsabilidades comerciais, esse duplo papel contribuiu para a demora na criação de um banco central propriamente dito. O amadurecimento desse processo ocorreu com a Sumoc, que ao longo do tempo cumpriu sua missão preparando tecnicamente seu quadro de pessoal para as atividades típicas de um banco central. (Filho, 2005).

Com a entrada em vigor da Lei nº 4.595, de 1964 é estabelecido novas regras para o mercado bancário, criando o Conselho Monetário Nacional (CMN) que consolidou-se como um órgão superior do sistema financeiro, com a responsabilidade de formular a política da

moeda e do crédito, além de regular as condições monetárias e creditícias do país. Além disso, as atividades da Sumoc foram encerradas, dando lugar ao Banco Central do Brasil, que é o principal executor das orientações do CMN e responsável por garantir o poder de compra da moeda nacional, tendo por objetivos: - zelar pela adequada liquidez da economia; - manter as reservas internacionais em nível adequado; - estimular a formação de poupança; - zelar pela estabilidade e promover o permanente aperfeiçoamento do sistema financeiro (Banco Central). Dentre suas atribuições estão - emitir papel-moeda e moeda metálica; - executar os serviços do meio circulante; - receber recolhimentos compulsórios e voluntários das instituições financeiras e bancárias; - realizar operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras; - regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis; - efetuar operações de compra e venda de títulos públicos federais; - exercer o controle de crédito; - exercer a fiscalização das instituições financeiras; - autorizar o funcionamento das instituições financeiras; - estabelecer as condições para o exercício de quaisquer cargos de direção nas instituições financeiras; - vigiar a interferência de outras empresas nos mercados financeiros e de capitais e - controlar o fluxo de capitais estrangeiros no país (Banco Central).

A evolução do sistema bancário brasileiro ao longo das décadas é vista por marcos importantes que moldaram sua estrutura e funcionamento. Em 1967, durante o VI Congresso Nacional de Bancos, foi fundada a Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN), sob a presidência de João Nantes Junior, em 1979, o Banco Central e a Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA) estabeleceram um marco revolucionário ao criar o Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic). Essa inovação substituiu os tradicionais títulos físicos por lançamentos eletrônicos, representando um avanço significativo na modernização e eficiência do sistema financeiro nacional. Em 1988, o Conselho Monetário Nacional (CMN) alterou a regulamentação, permitindo a operação de bancos múltiplos. Essa flexibilização ampliou a atuação das instituições financeiras, proporcionando maior diversificação de serviços e produtos. Paralelamente, nesse mesmo período, os Bancos Centrais do G10 lançaram o Acordo da Basileia, visando promover a uniformidade internacional dos padrões de mensuração e limites de capital bancário. Esse acordo representou um esforço conjunto para fortalecer a estabilidade financeira global, estabelecendo diretrizes comuns para o gerenciamento de riscos e aprimorando a solidez dos sistemas bancários em escala internacional (FEBRABAN). “A Constituição de 1988 prevê ainda, em seu artigo 192, a elaboração da Lei Complementar do Sistema Financeiro Nacional, que deverá substituir a Lei nº 4.595/64 e redefinir as atribuições e estrutura do Banco Central do Brasil”.

Os mecanismos de transmissão da política monetária referem-se aos canais pelos quais as alterações na taxa Selic, principal instrumento de política monetária do Banco Central, influenciam o comportamento de outras variáveis econômicas, principalmente os níveis de preços e produção. Essa influência se manifesta através da decisão de consumo e investimento de famílias e empresas, das movimentações na taxa de câmbio, das variações nos preços de ativos, das condições de crédito e das expectativas econômicas. Em resumo, a política monetária impacta a economia ao modular esses elementos por meio de mudanças na taxa Selic. O canal mais conhecido da política monetária é o das taxas de juros, que influencia as decisões de consumo e investimento. Um aumento na taxa Selic geralmente resulta em elevação das taxas de juros reais, levando à redução dos investimentos empresariais e do consumo das famílias. Esse impacto contribui para a diminuição da demanda por bens e serviços na economia, colaborando para a redução da inflação. Outro canal relevante da política monetária, especialmente em economias abertas, é o da taxa de câmbio. O aumento da taxa de juros geralmente leva à valorização da moeda doméstica, tornando o dólar mais acessível em relação à moeda nacional. Isso resulta na diminuição dos preços dos bens comercializáveis internacionalmente quando expressos na moeda nacional. A taxa de câmbio influencia a inflação por meio da redução dos preços de bens importados e insumos, além de afetar a demanda agregada. A desvalorização do dólar incentiva as exportações e desestimula as importações, reduzindo a demanda por bens domésticos e aliviando a pressão sobre os preços (Banco Central).

A política monetária influencia a variação na riqueza dos agentes econômicos por meio de alterações na taxa de juros. Por exemplo, um aumento nas taxas de juros, ao desencorajar a atividade econômica e reduzir o lucro das empresas, tende a diminuir o valor das ações. Essa redução na riqueza financeira de famílias e empresas pode desestimular o consumo e os planos de investimento. O quarto canal de transmissão da política monetária é o canal do crédito. Ao elevar a taxa de juros, o banco central incentiva o aumento das taxas de juros em empréstimos bancários, diminuindo o volume de empréstimos concedidos a pessoas e empresas, desencorajando, assim, o consumo e o investimento. Outro canal significativo é o das expectativas. Ao ajustar a taxa de juros, o banco central pode influenciar as expectativas em relação ao desenvolvimento da economia. Por exemplo, ao elevar a Selic para conter pressões inflacionárias, o banco central indica um nível de atividade mais moderado não apenas no presente, mas também no futuro. Isso leva famílias e empresas a acreditarem que a inflação futura será mais baixa. Como resultado, os preços definidos hoje têm uma propensão a aumentar menos, pois os agentes sabem que as condições econômicas futuras não favorecerão

aumentos substanciais de preços. Esse fenômeno, denominado efeitos secundários ou de segunda ordem na literatura econômica, reduz a propagação de choques de custos na economia, diminuindo seus efeitos inflacionários. A eficácia desse canal depende significativamente da credibilidade do banco central. Em situações de baixa credibilidade, ocorre o oposto, com choques tendendo a se amplificar, resultando em uma inflação mais elevada (Banco Central)

O outro instrumento de política monetária é o mercado aberto que, segundo Marinho (2007, p.58), “consiste na compra e venda de títulos públicos por parte do Banco Central, com vistas a adequar as condições de liquidez da economia em consonância com a implementação da Programação Monetária”. Na maioria dos países desenvolvidos, o mercado aberto se constitui no principal instrumento de Política Monetária permitindo provocar impactos nos meios de pagamento. Ao comprar ou vender títulos públicos, afeta-se o volume de títulos do Tesouro em poder do público e, por extensão, os juros (MARINHO, 2007, p.58). No Brasil, a instauração desse instrumento se deu no ato de criação do Banco Central em 1964, devido à inflexibilidade de controle monetário por meio dos mecanismos de compulsório e assistência financeira de liquidez. As operações de mercado aberto tinham mais efetividade pelo fato de atuarem diretamente na expansão da base monetária (MARINHO, p.61).

Sob a gestão do presidente Fernando Collor de Mello, o país testemunhou a implementação do Plano Collor em 1990, uma tentativa ambiciosa de controlar a inflação que assolava a economia. Neste contexto, os bancos desempenharam um papel crucial, mobilizando-se em tempo recorde para atender às demandas da população e adaptar-se às novas políticas econômicas. Contudo, foi somente em 1994, durante o governo de Itamar Franco, que o Brasil alcançou um marco significativo no combate à inflação com o lançamento do Plano Real. Esta iniciativa finalmente conseguiu estabilizar a moeda nacional, proporcionando um ambiente mais previsível e estável para os agentes econômicos. Os bancos, por sua vez, ajustaram suas operações para se adaptarem à nova realidade monetária, enquanto o Banco Central do Brasil (Bacen) passou a regular os bancos nacionais de acordo com as regras estabelecidas pelo Acordo de Basileia, visando garantir requisitos de capital sólidos e estáveis (FEBRABAN).

Em 1996, o Comitê de Política Monetária (Copom) foi criado, assumindo um papel fundamental na formulação e implementação das políticas monetárias do país. À medida que o Brasil se aproximava do final da década, as regras do Acordo de Basileia foram integralmente adotadas para os bancos brasileiros em 1998, consolidando os esforços do país para fortalecer seu sistema financeiro e alinhar-se às melhores práticas internacionais em matéria de regulação e supervisão bancária. (FEBRABAN). A lei complementar nº 101/2000, também conhecida

como Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) proibiu o Banco Central de emitir títulos públicos, mesmo que para fazer apenas política monetária, ficando essas ações à cargo do Tesouro Nacional. Em linhas gerais, se o Tesouro vende títulos, há uma redução da liquidez e, em sentido contrário, se o banco central compra títulos, há uma expansão da liquidez no mercado. Essas vendas são operadas por meio do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), que é um sistema eletrônico de custódia de títulos do Tesouro Nacional e do BCB. Segundo Marinho (2007, p. 68), “o mercado passou a denominar de SELIC a taxa de juros apurada nesse sistema, como média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais”. O Comitê de Política Monetária (COPOM), composto pelos diretores do BCB estabelecem a meta SELIC e o BCB busca calibrar diariamente a taxa SELIC “over”, ajustando a liquidez por meio de operações compromissadas (MARINHO, 2007, p. 68) A partir de 2001, o Banco Central atua no mercado de títulos apenas para efeitos de política monetária, mas não emite mais títulos. O desenvolvimento do mercado secundário de títulos privados possibilitou o surgimento de trocas de reservas interbancárias, facilitando a liquidez entre as próprias instituições (MARINHO, 2007, P. 71).

Segundo Marinho (2007), a política monetária é um instrumento por intermédio do qual as autoridades governamentais procuram atuar com a finalidade de promover a estabilidade econômica do país. Os principais instrumentos de política monetária para o controle da moeda são: recolhimentos compulsórios, redesconto, mercado aberto e a definição da taxa básica de juros (SELIC).

Em 24 de fevereiro de 2021, foi promulgada a Lei Complementar Nº 179, que estabelece os objetivos do Banco Central do Brasil e trata de questões fundamentais relacionadas à sua autonomia. Além disso, a legislação aborda as diretrizes concernentes à nomeação e exoneração do Presidente e Diretores do Banco Central, introduzindo modificações no artigo da Lei nº 4.595, datada de 31 de dezembro de 1964. A lei que estabelece a autonomia do Banco Central entrou em vigor em 25 de fevereiro. A principal novidade da norma é a adoção de mandatos de quatro anos para presidente e diretores da autarquia federal. Os mandatos ocorrerão em ciclos não coincidentes com a gestão do presidente da República. Entre outros pontos, o texto — aprovado pelo Senado em novembro de 2020 e pela Câmara em 10 de fevereiro — determina que o presidente da República indique os nomes, que devem ter aprovação do Senado. O presidente do BC assumirá o cargo no dia 1º de janeiro do terceiro ano de mandato do presidente da República. Os oito diretores indicados, em caso de aprovação pela Casa, assumirão os mandatos de forma escalonada, de dois em dois e de ano em ano, a começar pelo primeiro ano do mandato do presidente da República. Na prática, esse formato

pode fazer com que um presidente da República tenha que conviver com dirigentes indicados pelo governo anterior.

3 CONCEITO DE ESTABILIDADE MACROECONÔMICA

Neste capítulo, fica estabelecido o conceito de estabilidade macroeconômica sendo definida como a busca pela estabilidade de preços. Serão analisadas como as diferentes correntes de pensamento podem determinar qual o melhor instrumento de transmissão de política monetária, baseando-se nos seus supostos teóricos. Dessa forma, perpassando pelo modelo de Hicks-Hansen e o keynesianismo neoclássico, os monetaristas, com Friedman, e as escolas da nova síntese: Novos-clássicos, Novos-keynesianos e Pós-keynesianos, sendo esse último, as ideias de Keynes do final da vida dele, quando rompe seu pensamento com síntese neoclássica, negando todas os supostos aceitos pela ortodoxia. Esse capítulo, tem como intuito, ver qual o papel do Banco Central nas diferentes visões para que no próximo capítulo possa ser discutida mais claramente, qual é o pensamento teórico por detrás da preferência de automação do Bacen.

3.1 ESCOLAS DO PENSAMENTO ECONÔMICO:

No Brasil, cabe ao Bacen a gestão de política monetária entre outras atribuições. Essa instituição controla a capacidade de ajustar a moeda (meio de pagamentos) à verdadeira capacidade de absorção da economia, evitando a ocorrência de inflação ou deflação. Neste capítulo serão abordadas algumas discussões sobre os mecanismos de transmissão da política monetária desenvolvidos por algumas escolas do pensamento econômico ao longo do tempo.

3.1.1 MECANISMO DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NO MODELO IS-LM PADRÃO:

Segundo Blanchard (2011), o modelo IS-LM foi desenvolvido no final da década de 1930 e no começo da década de 1940, por John Hicks e Alvin Hansen. A condição de relação IS tem como objetivo descrever o equilíbrio do mercado de bens como condição de que a produção seja a equivalente à demanda por bens. Admitindo o fato de que influencia tanto a demanda por moeda quanto o investimento, a taxa de juros é a variável que une as duas partes do modelo IS-LM. A política fiscal, realizada através de variações nos gastos do governo e nos

impostos, desloca a curva IS afetando a taxa de juros e a renda de equilíbrio. Uma política monetária provocará o deslocamento da curva LM já que se faz através de variações na base monetária. A inclinação das curvas IS e LM demonstram o grau de sensibilidade da renda em relação às variações na taxa de juros como também podem determinar a eficácia das políticas fiscal e monetária. O modelo, que está presente nos manuais de macroeconomia, como em Romer (2006), apresenta o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária para uma economia fechada e com preços fixos. $Y_d = C + I + G$

A análise dos mecanismos de transmissão é conduzida através do modelo de demanda e oferta agregadas. A curva de demanda agregada, derivada do modelo IS-LM, parte do pressuposto de preços fixos, uma hipótese que, por sua vez, restringe o alcance do mecanismo de transmissão ao não incorporar a variabilidade dos preços. Assim, os impulsos gerados pela política monetária no modelo percorrem as variáveis reais, determinando a demanda agregada, e afetam os preços e a inflação por meio da dinâmica permitida na curva de Phillips. No âmbito desse modelo, a responsabilidade pela política monetária recai integralmente sobre o banco central, conferindo-lhe a capacidade de alterar a oferta de moeda (considerada exógena). Essa abordagem destaca o papel central da autoridade monetária na condução das políticas que influenciam a economia.

O mercado de fundos de empréstimo é um IS-LM, a curva de oferta (IS) mostra que dependendo da taxa de juros o agente vai estar disposto a aumentar a poupança (deixar de consumir no presente para ganhar com essa taxa de juros e por outro lado, na curva de oferta temos exatamente a poupança. Do ponto de vista da oferta, quanto maior é a taxa de juros, maior é a quantidade de recursos que são oferecidos para empréstimos, pois o aumento da taxa de juros aumenta a recompensa por esperar e consumir só no futuro. Nesse sentido, do lado da oferta, a taxa de juros é uma remuneração pela desutilidade da espera para consumir no futuro. O suposto é que o consumo imediato é mais útil do que o consumo futuro, então é pago pela espera. (fatores reais: preferência intertemporal de consumo). Do ponto de vista da demanda, quanto menor é a taxa de juros, maior é a quantidade de dinheiro que as pessoas querem tomar emprestado para investir, porque a queda da taxa de juros compensa a queda da contribuição marginal do investimento, cai, pois, vigora a lei dos rendimentos decrescentes, onde o aumento de 1 fator de produção, sem um aumento dos demais, faz com que as unidades adicionais de fatores de produção aumentem, mas de forma decrescente. Então a contribuição marginal do investimento é decrescente, isso é compensado com a queda da taxa de juros. A taxa de juros nesse sentido é a recompensa pela queda da contribuição marginal do investimento para a produção, o fator real aqui são as tecnologias. Além disso, poupança e investimento são

determinados pela mesma variável, que é a taxa de juros, porém no sentido inverso. Isso significa que se o mercado for deixado livre as quantidades poupadas e investidas vão se igualar a uma taxa única de equilíbrio.

A curva IS, de acordo com Blanchard (2011), evidencia a relação entre o produto de equilíbrio e a taxa de juros. Dado que o aumento na taxa de juros leva a uma redução do investimento, há uma diminuição no produto, o qual, por sua vez, irá diminuir ainda mais o consumo e o investimento através do efeito multiplicador. Sendo assim, estabelece-se que existe uma relação inversa entre o produto e a taxa de juros. A inclinação da curva IS pode variar de acordo com a sensibilidade (elasticidade) em relação à taxa de juros. Assim, “quanto maior a elasticidade do investimento em relação à taxa de juros, mais horizontal será a curva IS. Uma pequena variação na taxa de juros induzirá uma grande variação no investimento e, portanto, na demanda agregada e na renda” (Sampaio, 2016 como citado por Lopes & Vasconcellos, 2000, p. 612). Outro fator que influencia na inclinação da curva IS, de acordo com Lopes e Vasconcellos (2000, p.152) é a propensão marginal a consumir, também denominada multiplicador de gastos. Estabelece-se que com uma alta propensão marginal a consumir (que leva a um alto multiplicador), variações no investimento proporcionarão grandes expansões induzidas no consumo, o que leva ao aumento na demanda e na renda. Portanto, quanto maior o multiplicador, maior é o impacto sobre a renda de variações nas taxas de juros (curva IS menos inclinada e mais horizontal). Como o produto está relacionado aos gastos do governo e à tributação, diminuições nas alíquotas de impostos ou nos gastos do governo, por sua vez, ocasionarão deslocamentos na curva IS. Caso o governo decida aumentar os seus gastos ou reduzir os impostos, haverá um aumento do dispêndio agregado para uma determinada taxa de juros. Sendo assim, há o deslocamento da curva IS para a direita e para cima (Barbosa, 2018).

Uma política monetária contracionista, no qual a autoridade monetária visa reduzir a base monetária, a curva LM seria deslocada para a esquerda, refletindo uma redução na oferta de moeda e, conseqüentemente, uma elevação na taxa de juros. Esse aumento na taxa de juros reduziria o investimento e, por conseguinte, a demanda agregada e a renda, deslocando a curva IS para a esquerda e para baixo. Portanto, a política monetária contracionista, ao influenciar a taxa de juros e, por conseguinte, o investimento, desempenharia um papel crucial na determinação do nível de produção na economia. No âmbito da oferta agregada, considerada como a curva de Phillips, o aumento do hiato do produto – a diferença entre o produto de equilíbrio e o produto potencial – permitiria uma queda na variação do nível geral de preços. Assim, o mecanismo de transmissão da política monetária, conhecido como canal da taxa de

juros conforme definido por Mishkin (1995), evidencia como as mudanças na oferta de moeda e nas taxas de juros afetam não apenas a demanda agregada, mas também os preços na economia.

3.1.2 OS MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DE ACORDO COM A ESCOLA MONETARISTA:

Segundo a tradição monetarista, liderada por expoentes como Milton Friedman, a moeda desempenha um papel central no sistema econômico, sendo responsável por explicar as flutuações nos preços e nos produtos no curto prazo. Friedman (1968) sustenta a ideia de que a política monetária deve seguir uma regra clara, amplamente conhecida pelos agentes econômicos, assim, ele utiliza o suposto de expectativas adaptativas. Argumenta que o uso de políticas monetárias expansionistas deve ser evitado, devido ao seu potencial desestabilizador de curto prazo, especialmente em relação ao nível de preços da economia. Além disso, destaca a ineficácia desse tipo de política no longo prazo sobre as variáveis reais do sistema.

Assim, os monetaristas, são os ortodoxos antigos, que também são neoclássicos, cuja agenda de pesquisa é a parte monetária, com Friedman tentando reabilitar a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM). Nos anos 70, a curva de Phillips estava sendo fortemente contestada, porque ao invés de ser um trade-off entre desemprego e inflação, estava havendo uma combinação de altas taxas de inflação acompanhada de um alto nível de desemprego. Logo, Friedman, tenta reabilitar a TQM, dizendo que, na verdade, a expansão monetária, só afetaria o nível de desemprego no curto prazo, pois no longo prazo os trabalhadores voltariam pro nível de desemprego inicial, só que agora, com inflação alta. Então com uma política monetária expansionista, a autoridade monetária só conseguiria inflação a longo prazo sem redução do nível de desemprego. Esse raciocínio é explicado pela ilusão monetária que os agentes da economia sofrem em um primeiro momento.

Então, na verdade, existem duas ortodoxias monetárias, uma antiga que é dos monetaristas, e os outros dois novos: novos-clássicos e novos-keynesianos (que serão abordados na próxima seção. Todos eles aceitam a TQM, que é um modelo considerado relevante na definição de racionalidade e os monetaristas aceitam o modelo a longo prazo. A teoria quantitativa da moeda, parte de uma equação de trocas, que na verdade, não gera discordâncias entre pensamentos de nenhuma das escolas, ela apenas diz que: $MV=Py$ -onde a quantidade de moeda multiplicada pela velocidade de expansão tem que ser igual ao nível de preços da economia vezes o produto. Porém a TQM apresenta alguns supostos, que serão

abordados com a explicação na curva de Phillips. Diz que, na medida em que o governo injeta dinheiro para estimular a economia, ele só consegue, a curto prazo, afetar a produção real representada pelo Y na equação de trocas, mas, a longo prazo, só o nível geral de preços aumenta e aumenta proporcionalmente a quantidade de moeda.



A curva de Phillips é uma curva que relaciona a taxa de desemprego com a taxa de inflação de forma inversa. Na verdade, a curva de Phillips foi feita para outra finalidade, Phillips usou para ver uma relação inversa, entre salário nominal e desemprego, que na verdade não tem nada a ver com a curva de Phillips, tal como ela foi usada pelos ortodoxos, porque a curva de Phillips só dizia que se o desemprego fosse pequeno, isso elevaria os salários nominais, isso é uma coisa que na verdade todo mundo concorda, mas ela foi utilizada usando a taxa de desemprego e trocando os salários nominais, pela taxa de inflação.

A compreensão da teoria de Milton Friedman sobre a Curva de Phillips e a neutralidade da moeda no longo prazo parte da análise das consequências da expansão monetária realizada pelos governos. Friedman argumenta que, no curto prazo, a injeção de moeda na economia pode ter efeitos sobre o desemprego e a inflação, mas, no longo prazo, esses efeitos desaparecem. No curto prazo, quando os governos aumentam a oferta de moeda, isso pode levar a uma redução temporária do desemprego, pois as empresas, ao receberem esses novos fundos, podem expandir suas operações e contratar mais trabalhadores. Esse aumento na demanda por mão-de-obra eleva salários, atraindo indivíduos que estavam desempregados voluntariamente, de acordo com a teoria neoclássica. Como o M aumentou, que foi o primeiro

movimento aqui, os preços P aumentam na mesma proporção, fazendo com que os salários reais caiam. Quando esses salários reais caem, os trabalhadores só percebem isso depois de um tempo, porque eles têm ilusão monetária, isso significa que a expectativa de inflação deles, efetiva, foi maior, a expectativa que eles tinham de inflação era menor do que a inflação efetiva, e quando eles perceberam isso, eles passaram a rejeitar o emprego e voltaram para o desemprego porque o salário real menor, não compensa mais a desutilidade marginal do trabalho e o desemprego voltou ao nível natural com a inflação maior.

A ilusão monetária desempenha um papel crucial nesse processo. Inicialmente, os trabalhadores podem interpretar o aumento dos salários como um sinal de melhoria em seu poder de compra. No entanto, à medida que os preços se ajustam às mudanças na oferta de moeda, os salários reais diminuem. Os trabalhadores percebem então que seu poder de compra aumentado era ilusório, o que os leva a reconsiderar suas decisões de emprego.

Essa correção na percepção dos trabalhadores resulta na restauração da neutralidade da moeda no longo prazo. Apesar das injeções de moeda, a economia retorna ao seu nível natural de desemprego, sem efeitos significativos sobre o emprego real. Friedman destaca que, embora no curto prazo a expansão monetária possa parecer estimular a economia e reduzir o desemprego, no longo prazo, ela apenas alimenta a inflação sem impactar positivamente o nível de emprego.

A compreensão dessa dinâmica é fundamental para a análise das políticas monetárias e suas consequências econômicas. Friedman propõe que, para evitar distorções de longo prazo na economia, os governos devem adotar uma abordagem cautelosa em relação à expansão monetária, reconhecendo os efeitos de curto prazo, mas mantendo o foco na estabilidade de preços e na neutralidade da moeda no longo prazo.

A ideia aqui é que os governos sempre tentam reduzir essa taxa de desemprego e, portanto, afetar a economia real injetando quantidade de moeda. Como esboçado pelo gráfico, no curto prazo, é possível que o governo injete dinheiro na economia e consiga reduzir o desemprego, pois os empresários pegam esse dinheiro e vão empregar mais trabalhadores. Para eles convencerem os trabalhadores a saírem do ponto de desemprego, eles precisam pagar um pouco mais de salário para que esses trabalhadores estão desempregados, porque o salário não paga a desutilidade do trabalho. Para tirar esse pessoal desse desemprego voluntário, o salário aumenta um pouco, fazendo as pessoas aceitarem o emprego, as pessoas podem perceber erroneamente um aumento em seu poder de compra. Isso ocorre porque os preços ainda não se ajustaram completamente às mudanças na oferta de moeda. As expectativas adaptativas sugerem que as pessoas formam suas expectativas com base nas experiências passadas, e

muitas vezes, elas não conseguem antecipar totalmente as mudanças na oferta de moeda e seus efeitos sobre os preços. Assim, no curto prazo, a ilusão monetária pode levar as pessoas a acreditar que seu poder de compra aumentou, o que pode levar a um aumento no consumo e, por conseguinte, uma redução temporária do desemprego. No entanto, à medida que as expectativas se ajustam e os preços se recuperam, a neutralidade da moeda é restaurada no longo prazo, e não há impacto real sobre o nível de emprego.

Embora Friedman seja considerado o fundador da escola monetarista, a sistematização da crítica monetarista ao modelo IS-LM ficou a cargo de Karl Brunner e Allan Meltzer, especialmente no que diz respeito ao papel do mercado monetário. Nessa perspectiva, esta seção apresenta uma breve exposição das ideias do monetarismo sobre a transmissão da política monetária. Segundo Meltzer (1995), na visão monetarista, o mecanismo de transmissão da política monetária demonstrado pelo modelo IS-LM é excessivamente restritivo e mecânico. Isso ocorre porque um impulso na política monetária, ao modificar tanto o estoque real quanto o nominal de moeda, gera alterações não apenas na taxa de juros de curto prazo ou no custo de tomada de empréstimos, mas também nos preços de uma variedade de ativos, tanto domésticos quanto estrangeiros.

3.1.3 MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DE ACORDO COM A ESCOLA NOVO-CLÁSSICA E NOVO-KEYNESIANA

A escola novo-clássica fundamenta-se em hipóteses como taxa natural de desemprego, expectativas racionais e equilíbrio contínuo dos mercados. Essas premissas, combinadas com alguns postulados que explicam o comportamento da oferta agregada, levam à proposição de ineficácia da política monetária, formalizada em Sargent e Wallace (1975). O modelo tem sua base na formulação de Lucas (1972), que aborda a questão crucial: quando um produtor observa uma mudança no preço do bem que produz, não consegue determinar se essa mudança reflete alterações nos preços relativos ou variações no nível geral de preços. No primeiro caso, a quantidade ótima a ser produzida se altera; no segundo caso, não. A premissa central é que os agentes econômicos têm expectativas racionais, ou seja, antecipam o resultado no modelo considerado relevante. Isso implica que as alterações ocorrem apenas nos preços, enquanto os níveis das variáveis reais permanecem inalterados, mesmo no curto prazo.

A aceitação da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) e da lei de Say é central na perspectiva dos novos-clássicos, guiando sua visão sobre a política monetária. Segundo essa teoria, a política monetária é ineficaz para influenciar as variáveis reais da economia, ignorando

qualquer possível relação de trade-off entre inflação e desemprego. De acordo com essa visão, as medidas sistemáticas adotadas na política monetária afetam apenas os preços, sem ter impacto nas variáveis reais. Essa concepção contrasta com as propostas dos velhos-keynesianos e dos monetaristas, que consideravam a política monetária como uma ferramenta capaz de influenciar não apenas os preços, mas também as variáveis reais, como produção e emprego. Nos novos-clássicos, a ineficácia da política monetária para alterar as variáveis reais é justificada pela previsibilidade das ações do banco central pelos agentes econômicos. Para que haja efeitos nas variáveis reais, seria necessário que a política não fosse previsível pelos agentes, o que caracteriza a singularidade desse enfoque na transmissão da política monetária

Perturbações imprevisíveis nas preferências dos agentes podem modificar a procura relativa por cada bem, causando flutuações nos preços relativos e na quantidade produzida. Adicionalmente, há a possibilidade de perturbações na oferta de moeda, influenciando a demanda agregada. Se esses choques são previstos pelos agentes, apenas o nível geral de preços é afetado, sem impactos reais na economia. Contudo, quando não são antecipados, ocorrem alterações tanto no nível de preços quanto no produto agregado. Para compreender a ineficácia da política monetária anunciada, o modelo exige a consideração da neutralidade da moeda. Essa análise parte do pressuposto de informação perfeita nos mercados. Ao admitir tal informação, é possível definir a oferta agregada com base no comportamento dos produtores, levando em consideração a diversidade de bens existentes na economia. Essa abordagem visa elucidar como a previsibilidade das mudanças na oferta monetária impacta o comportamento dos agentes econômicos e os resultados macroeconômicos.

Segundo a Crítica de Lucas, conforme apresentado por Romer (2006), o modelo estabelece que choques não antecipados na demanda agregada resultam em aumentos do produto e dos preços acima do esperado. Assim, observa-se uma relação positiva entre inflação e produto, semelhante à identificada pela curva de Phillips. Contudo, a crítica destaca a inexistência de uma troca explorável entre produto e inflação, uma vez que apenas surpresas na oferta de moeda geram efeitos reais. Essa análise mais abrangente sugere que as expectativas desempenham um papel crucial em várias relações entre variáveis agregadas, e mudanças na condução da política econômica têm o potencial de modificar essas expectativas. Portanto, alterações nas regras de política podem influenciar as relações entre as variáveis agregadas.

A visão dos novos-clássicos destaca que somente choques não antecipados na demanda agregada têm efeitos reais. Isso implica que a política monetária só deve ser empregada para estabilizar o produto se os governantes tiverem informações exclusivas. Na perspectiva dessa escola, políticas baseadas em regras não produzem efeitos significativos. Para os novos-clássicos, o fato de o governo ter acesso privilegiado a mais informações não justifica a defesa de políticas keynesianas de estabilização, já que essas políticas geralmente se baseiam em indicadores econômicos observáveis. Assim, divulgar informações ao público seria mais eficaz do que modificar as regras de condução da política monetária para estabilizar a economia. A contribuição essencial dessa escola reside na ênfase dada à consideração das expectativas para avaliar os impactos da política monetária na economia. Essa abordagem proporcionou a fundamentação para o desenvolvimento do canal das expectativas na transmissão da política monetária.

O canal das expectativas contou com avanços promovidos por outras escolas de pensamento e ajuda na compreensão da reação dos agentes frente a mudanças da política monetária, principalmente num regime de metas de inflação.

A escola novo-keynesiana nasceu em resposta ao estabelecimento dos pressupostos novos-clássicos quanto à ineficácia da política econômica, notadamente a monetária, em interferir nas flutuações de curto prazo do produto. O ponto básico que identifica os novos-keynesianos é a aceitação da existência de imperfeições no funcionamento do mercado, com destaque para a rigidez de preços no curto prazo, que pode estabelecer flutuações observadas no produto e no emprego.

Essa escola buscou fundamentos microeconômicos para essas imperfeições, destacando-se na explicação dos mecanismos de transmissão da política monetária. Além do modelo de racionamento de crédito proposto por Stiglitz e Weiss (1981), os novos-keynesianos incorporaram o canal de crédito como um mecanismo de transmissão da política monetária para as variáveis reais da economia, como visto nos trabalhos de Bernanke e Blinder (1988) e Bernanke e Gertler (1995).

O modelo de Bernanke e Blinder (1988) é notável por estabelecer resultados importantes na discussão dos mecanismos de transmissão da política monetária. Eles introduziram o canal do crédito na transmissão da política monetária, destacando que o modelo IS-LM padrão tratava moeda e crédito de maneira assimétrica. Enquanto a moeda tinha um papel proeminente, os empréstimos, títulos e outros instrumentos de dívida eram agrupados no mercado de títulos. O modelo modificado de Bernanke e Blinder mostrou que alterações na

oferta e na demanda por crédito têm efeitos independentes sobre a demanda agregada, sem necessidade de considerar a perspectiva de racionamento de crédito.

3.1.4 MECANISMOS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DE ACORDO COM A ESCOLA PÓS-KEYNESIANA

O ponto de partida da análise pós-keynesiana sobre a questão dos mecanismos de transmissão da política monetária é a contribuição original de Keynes. Em sua Teoria Geral, o autor traça considerações importantes sobre a transmissão da política monetária para as variáveis reais da economia: “Introduzimos, assim, a moeda em nosso nexos causal e podemos ter uma primeira idéia do modo como as variações na quantidade de moeda intervêm no sistema econômico. Contudo, se nos vemos tentados a considerar a moeda como a bebida que estimula a atividade do sistema, não nos esqueçamos de que podem surgir muitos percalços entre a taça e os lábios. Embora seja de esperar que, *ceteris paribus*, um aumento na quantidade de moeda reduza a taxa de juros, isto não ocorrerá se a preferência do público pela liquidez aumentar mais que a quantidade de moeda; e, conquanto se possa esperar que, *ceteris paribus*, uma baixa taxa de juros estimule o fluxo de investimento, isto não acontecerá se a escala da eficiência marginal do capital cair mais rapidamente que a taxa de juros; quando, enfim, se possa esperar que, *ceteris paribus*, um aumento no fluxo de investimento faça aumentar o emprego, isso não se produzirá se a propensão a consumir estiver em declínio. Finalmente, se o emprego aumentar, os preços subirão numa proporção que depende, em parte, da forma das funções da oferta e, em parte, da tendência da taxa de salários subir em termos monetários” (KEYNES, 1985, p. 125).

O autor delinea as diversas maneiras pelas quais as mudanças na política monetária impactam os fluxos reais. Isso envolve analisar como os agentes se comportam em relação à demanda por moeda, a sensibilidade do investimento à taxa de juros e como a demanda agregada pode influenciar os níveis de emprego, salários e preços.

Conforme argumentado por Davidson (2002), o cerne do pensamento keynesiano não reside exclusivamente na análise dos efeitos macroeconômicos decorrentes da rigidez de preços e/ou salários nominais. O aspecto crucial concentra-se na avaliação dos impactos da existência da incerteza não probabilística sobre o comportamento e as decisões dos agentes econômicos, especialmente no que diz respeito às escolhas relativas ao ritmo e à forma de acumulação de riqueza. Em face da incerteza, os agentes econômicos adotam comportamentos defensivos, destacando a preferência pela liquidez, uma vez que a moeda é percebida como o ativo de maior

liquidez, ou seja, plenamente líquido. Desse modo, a manutenção de moeda nos portfólios é considerada uma ação racional, servindo como precaução contra eventos inesperados e desfavoráveis. Nesse contexto, a moeda emerge como um substituto para outros ativos nos portfólios dos decisores econômicos. A intensificação da preferência pela liquidez motiva os indivíduos a substituírem ativos menos líquidos por ativos mais líquidos, sendo a moeda uma escolha proeminente nesse rearranjo. Vale ressaltar que, de acordo com essa perspectiva, a moeda não se mostra neutra, tanto no curto quanto no longo prazo, pois pode influenciar tanto o ritmo quanto a forma da acumulação de riqueza (DAVIDSON, 2002). Segundo Carvalho (2005, p. 324): [...] o traço distintivo mais importante da teoria monetária de Keynes, e da visão de política monetária que dela segue, é certamente o suposto de não-neutralidade da moeda, isto é, o postulado de que a política monetária exerce um impacto real e duradouro sobre a economia.

Ao contrário das abordagens das outras escolas brevemente explicadas neste capítulo, que consideram a moeda como neutra a longo prazo, exercendo influência apenas no curto prazo, os pós-keynesianos sustentam a visão de que as mudanças na política monetária podem ter efeitos persistentes na economia. Essa perspectiva atribui uma importância significativa aos mecanismos de transmissão da política monetária. Na visão pós-keynesiana, os princípios delineados por Davidson (2002) fundamentam a construção de uma economia monetária de produção. Estes princípios incluem a centralidade da produção, a estratégia predominante, a temporariedade dos processos econômicos, a coordenação e as propriedades da moeda, possibilitando a concepção de uma economia de mercado contemporânea na qual as empresas assumem a responsabilidade pela produção e pela acumulação de capital produtivo, visando ao lucro em moeda corrente. Segundo Carvalho (2005), nesse contexto empresarial, as decisões de produção e investimento são orientadas pela busca de lucro em forma de dinheiro, indicando que o dinheiro é investido com o objetivo de obter um retorno financeiro. Nesse ambiente econômico, os contratos são estabelecidos em moeda e desempenham um papel crucial na mitigação e compartilhamento dos riscos associados ao futuro incerto. Portanto, a moeda atua tanto como uma unidade de medida de valor para a formalização de contratos quanto como meio de pagamento para sua liquidação. Essa dualidade de funções da moeda, como unidade de conta e meio de pagamento, a transforma em uma forma de riqueza, permitindo o transporte intertemporal de direitos sobre o produto social, caracterizando o que é comumente referido na teoria monetária como a função de reserva de valor. Carvalho (2005) destaca que considerar a moeda como uma forma de riqueza não é uma ilusão monetária, pois os agentes econômicos têm plena consciência de que a moeda não oferece rendimento. Contudo, eles reconhecem que

outras formas de riqueza envolvem riscos superiores devido à sua menor liquidez em comparação com a moeda. Em termos keynesianos, o rendimento dessas outras formas de capital representa a compensação pela sua iliquidez relativa à moeda, que é tomada como referência. Essa perspectiva é respaldada pela teoria da preferência pela liquidez, indicando que a taxa de juros reflete a preferência dos detentores de riqueza pela segurança proporcionada pela posse de ativos com a liquidez oferecida pela moeda. A taxa de juros, assim, mensura o custo de oportunidade da moeda e o valor de sua liquidez relativa.

Dentro desse contexto, Carvalho (2005) destaca que a política monetária assume contornos distintos em relação às demais escolas, uma vez que a riqueza é composta por ativos com diferentes níveis de liquidez. Quando o banco central altera a quantidade de moeda em circulação, afetando a disponibilidade de ativos líquidos para a acumulação, há uma modificação na alocação dos demais ativos na economia, uma vez que esses ativos não são substitutos perfeitos entre si. Conforme Keynes e os pós-keynesianos, representados por Carvalho (2005), a política monetária atua ao modificar a disponibilidade de ativos líquidos em relação às outras classes de ativos. Isso significa que a política monetária não apenas impacta a produção imediata, mas também influencia as decisões de investimento e, portanto, as perspectivas reais da economia, mesmo a longo prazo. Dentro desse contexto, conforme Davidson (2002), um aumento único no estoque de moeda cria um desequilíbrio inicial no mercado monetário, uma vez que, para os níveis iniciais de preços e de taxa de retorno do capital, a oferta de moeda supera a demanda.

Os agentes econômicos buscam se livrar do excesso de moeda ao adquirir bens de capital. O aumento na demanda por esses bens, em uma economia operando com plena capacidade produtiva, resulta em um aumento nos preços gerais e, por conseguinte, no preço de oferta dos equipamentos de capital recentemente produzidos. Esse aumento no preço da oferta leva a uma redução na eficiência marginal do capital e, conseqüentemente, na taxa real de retorno do capital. No que diz respeito à composição da produção, observa-se uma redução na produção de bens de consumo e um aumento na produção de bens de capital. Assim, a expansão monetária promove uma mudança na composição do produto real em direção à produção de máquinas e equipamentos, indicando um aumento na taxa de investimento.

Segundo Carvalho (2005), a influência da moeda nas decisões de investimento não implica em ignorar seu papel como meio de pagamento. Isso inclui não apenas a moeda criada pelo banco central, mas também os depósitos à vista nos bancos comerciais, muitos dos quais resultam da concessão de crédito a empresas e famílias. Compreender a participação significativa dos bancos em uma economia monetária de produção é crucial para identificar

como os mecanismos de transmissão da política monetária atuam. A escola pós-keynesiana desenvolve uma teoria distinta da firma bancária, que difere da tradicional teoria neoclássica. Paula (2006) examina o comportamento dos bancos e a oferta de crédito, destacando a influência da preferência pela liquidez nesse processo. Os bancos, diante da incerteza sobre o futuro da economia, compõem seus ativos escolhendo aplicações com diferentes níveis de liquidez. Em condições de incerteza, eles tendem a preferir ativos mais líquidos, mesmo que isso afete sua rentabilidade, devido à precaução diante dos resultados incertos da atividade bancária. A melhora nas expectativas futuras leva os bancos a alocarem seus recursos em ativos menos líquidos, mas mais rentáveis, gerando um trade-off entre liquidez e rentabilidade. Essa dinâmica indica que os bancos, ao administrarem seus portfólios, não apenas reagem passivamente à demanda por crédito, mas buscam comparar os retornos esperados e os prêmios de liquidez de todos os ativos disponíveis. Segundo Paula (2006), a abordagem pós-keynesiana destaca os bancos como agentes ativos, gerenciando tanto o lado do ativo quanto do passivo de seus balanços. Isso implica que eles não consideram seu passivo como dado, mas buscam influenciar as preferências dos depositantes por meio do gerenciamento das obrigações e da introdução de inovações financeiras.

Na perspectiva pós-keynesiana, os bancos desempenham um papel contraditório no ciclo econômico. Durante a expansão, ampliam a oferta de crédito, reduzindo a liquidez, mas aumentando a rentabilidade. Isso ocorre devido à melhoria na composição patrimonial das firmas que tomam crédito e às expectativas positivas dos bancos sobre o futuro. Na fase de retração, os bancos adotam uma postura mais conservadora, aumentando a preferência pela liquidez, evitando descolamentos entre taxas e maturidades e tornando-se mais cautelosos na concessão de crédito. Diante de sua preferência pela liquidez, os bancos podem não atender passivamente à demanda por crédito se a comparação dos retornos esperados e dos prêmios de liquidez indicar tal decisão. Nessas circunstâncias, as possibilidades de expansão da economia tornam-se limitadas pela restrição de financiamento, enquanto perdurar o quadro de expectativas pessimistas (PAULA, 2006, p. 91). As contribuições da escola pós-keynesiana tratam especificamente do papel da política monetária na economia.

Essa discussão é importante para a compreensão dos impactos que a taxa básica de juros provoca nas variáveis reais da economia, bem como da eficácia da política monetária em controlar a inflação. A transmissão da política monetária se dá-se através da alteração na disponibilidade de ativos líquidos frente às outras classes de ativos, afetando, portanto, as condições reais de funcionamento do sistema econômico no longo prazo. Esse efeito pode ser

denominado de canal de alteração da liquidez e tem como característica distintiva a sua permanência no longo prazo.

4 IMPACTO DA AUTONOMIA DO BACEN NA ESTABILIDADE MACROECONÔMICA

Este capítulo apresenta a síntese de pensamento econômico que sustenta a condução de políticas monetárias executadas pelo Banco Central que temos hoje, para que possa se comparar com as escolas do capítulo anterior e reiterar os pontos até aqui discutidos. Dessa forma, será abordado a Nova Síntese Neoclássica ou Novo Consenso Macroeconômico, como forma de consolidar as bases da estabilidade e como a autonomia completaria esse arcabouço teórico. Mais adiante será apresentado uma visão antagônica pós-keynesiana que contesta os argumentos aqui trazidos e discorda do conceito de estabilidade pensado pelos ortodoxos para que se possa tecer críticas tanto sobre a autonomia do Bacen, quanto no que está pautada a estabilidade direcionando seu impacto para a sociedade.

4.1 NOVA SÍNTESE NEOCLÁSSICA OU NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO

Mishkin (2011, p.3) sintetiza os princípios do NCM: 1) A inflação é sempre e em todo lugar um fenômeno monetário; 2) a estabilidade de preços tem importantes benefícios; 3) não existe nenhum trade-off de longo prazo entre desemprego e inflação; 4) expectativas desempenham um papel crucial na determinação da inflação e na transmissão da política monetária para a macroeconomia; 5) taxa real de juros precisa aumentar com maior inflação, i.e., o Princípio de Taylor; 6) política monetária está sujeita ao problema de inconsistência temporal; 7) banco central independente ajuda a aprimorar a eficiência da política monetária; 8) compromisso com uma âncora nominal forte é central para produzir bons resultados de política monetária; 9) fricções financeiras desempenham um papel importante nos ciclos de negócio.

Inflação como fenômeno monetário: Segundo essa visão, qualquer aumento na quantidade de moeda resulta em inflação. A estabilidade de preços é considerada fundamental para evitar distorções no mercado, uma vez que o mercado é tido como o melhor regulador econômico. Ausência de trade-off de longo prazo entre desemprego e inflação: No novo consenso ortodoxo, não há uma compensação de longo prazo entre desemprego e inflação.

Portanto, a estratégia de provocar inflação no curto prazo para reduzir o desemprego é considerada ineficaz. Expectativas racionais: As expectativas desempenham um papel crucial na determinação da inflação e na transmissão da política monetária para a macroeconomia. Tanto os novos clássicos quanto os novos keynesianos consideram as expectativas racionais, que são definidas como a antecipação pelos agentes do resultado do modelo econômico relevante, como a teoria quantitativa da moeda ou a curva de Phillips. Taxa de juros e metas inflacionárias: Seguindo o princípio de Taylor, a taxa de juros deve aumentar em resposta a um aumento da inflação. A política de metas inflacionárias, baseada na regra de Taylor, visa controlar a inflação por meio do ajuste da taxa de juros. Problema de inconsistência temporal: A política monetária está sujeita ao problema de inconsistência temporal quando deixada nas mãos dos governos. Isso ocorre porque os governos têm objetivos eleitoreiros e podem mudar as regras monetárias de repente. Por isso, é defendida a independência do Banco Central para garantir a estabilidade e previsibilidade das políticas monetárias. Comprometer-se com uma âncora nominal robusta implica manter uma quantidade de moeda estável, sem intervenções constantes. Isso é central para alcançar resultados positivos na política monetária e para mitigar fricções financeiras. Por exemplo, embora as injeções monetárias desempenhem um papel significativo nos ciclos econômicos ao estimular a atividade, sua eficácia é temporária, resultando em recuos subsequentes que podem desestabilizar a economia. Em resumo, o novo consenso ortodoxo adota uma abordagem que enfatiza a importância da estabilidade de preços, a neutralidade da moeda no longo prazo e a necessidade de regras consistentes e previsíveis na condução da política monetária, com o objetivo de evitar distorções econômicas e garantir a estabilidade macroeconômica.

A formalização matemática do NCM, que supõe a existência de uma estrutura de competição monopolística e a presença de custos relacionados ao ajuste de preços, pode ser sintetizada em três equações básicas: uma função dinâmica IS “forward looking”; uma curva de Phillips expectacional (ou função de oferta agregada); e uma função de reação da política monetária com base na chamada “regra de Taylor”. (Paulo e Saraiva)

$$\begin{aligned}
Y_t &= a_1 y_{t-1} + a_2 E_t y_{t+1} - a_3 (i_t - E_t \pi_{t+1}) + g_t \\
Y_t &= a_1 y_{t-1} + a_2 E_t y_{t+1} - a_3 (i_t - E_t \pi_{t+1}) + g_t
\end{aligned} \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
\pi_t &= b_1 y_{t-1}^* + b_2 \pi_{t-1} + b_3 E_t (\pi_{t+1}) + Z_t \\
\pi_t &= b_1 y_{t-1}^* + b_2 \pi_{t-1} + b_3 E_t (\pi_{t+1}) + Z_t
\end{aligned} \tag{2}$$

$$\begin{aligned}
i_t &= r^* + c_1 y_{t-1}^* + E_t (\pi_{t+1}) + c_2 (\pi_{t-1} - \bar{\pi}) \\
i_t &= r^* + c_1 y_{t-1}^* + E_t (\pi_{t+1}) + c_2 (\pi_{t-1} - \bar{\pi})
\end{aligned} \tag{3}$$

A equação 1 apresentada descreve um modelo IS "forward-looking" que analisa a dinâmica da demanda agregada em uma economia. No centro dessa equação está o nível do produto real (y_t), que é influenciado por diversos fatores. Primeiramente, há um efeito defasado do produto real (y_{t-1}), sugerindo que o comportamento passado da economia afeta o nível atual de produção. Além disso, a equação incorpora a renda futura esperada ($E_t(y_{t+1})$), indicando que as expectativas em relação à renda futura desempenham um papel importante na determinação da demanda agregada. As taxas de juros reais de curto prazo (i_t) também são cruciais, com uma elasticidade (a_3) representando a substituição intertemporal do consumo. Em outras palavras, taxas de juros mais altas incentivam os agentes econômicos a adiarem o consumo para o futuro. O termo de perturbação (g_t) na equação refere-se a choques de demanda. Ele captura mudanças esperadas no gasto do governo em relação às mudanças esperadas no produto, sinalizando alterações abruptas na demanda que podem afetar a produção real. Em resumo, a equação modela a forma como a política monetária, através da taxa de juros real, e os choques de demanda impactam a demanda agregada e, por conseguinte, o nível do produto real em uma economia. Considera-se não apenas as ações atuais, mas também as expectativas dos agentes econômicos em relação à renda futura e às condições inflacionárias. Dessa forma, o modelo fornece uma estrutura para compreender a complexa interação entre esses elementos na determinação do desempenho econômico.

A Curva de Phillips "expectacional" ou função de oferta agregada é representada pela equação 2, que estabelece a relação direta entre a taxa de inflação (t) e outros elementos do modelo. Esses elementos incluem o hiato do produto ($y_t - y^*$), o efeito defasado da inflação ($t-1$), as expectativas futuras de inflação ($E_t(t+1)$), e os choques de oferta (Z_t). O hiato do

produto reflete a diferença entre o produto real no período atual (y_t) e o nível de produção de equilíbrio de longo prazo (y^*). O efeito defasado da inflação ($t-1$) incorpora a ideia de que a inflação passada influencia a rigidez de preços no curto prazo, permitindo ajustes no produto e na inflação no curto prazo, mas mantendo flexibilidade total no longo prazo. As expectativas futuras de inflação ($E_t(\pi_{t+1})$) desempenham um papel crucial, sendo incorporadas como uma meta intermediária da política monetária. Isso significa que as expectativas de inflação influenciam diretamente o comportamento da inflação atual. Os choques de oferta (Z_t) representam fatores imprevisíveis que geram inflação de custos, afetando salários e lucros. É importante notar que esses choques são aleatórios, não apresentam correlação serial ao longo do tempo e têm uma média de desvios igual a zero. Isso implica que, no longo prazo, o efeito desses choques sobre o nível de preços é nulo. Quanto aos sinais de cada termo da equação 2, estão melhor explicitados no trabalho de Paula e Saraiva. No entanto, a interpretação típica seria que o hiato do produto, o efeito defasado da inflação e as expectativas futuras de inflação têm efeitos positivos sobre a inflação, enquanto os choques de oferta podem ter efeitos positivos ou negativos, dependendo das circunstâncias específicas.

A equação 3 representa a chamada "regra de Taylor", uma formulação comumente usada para descrever como os bancos centrais ajustam as taxas de juros em resposta às condições econômicas. Essa equação estabelece uma relação positiva entre a taxa de juros nominal de curto prazo (o instrumento da política monetária) e vários fatores econômicos. Vamos analisar os elementos da equação: A taxa de juros nominal de curto prazo é ajustada positivamente em resposta à diferença entre a taxa natural de juros real (r^*) e a taxa de juros nominal atual. O hiato do produto defasado ($y_{t-1} - y^*$) é a diferença entre o produto real no período anterior e o nível de produção de equilíbrio de longo prazo. Se essa diferença for positiva, indica que a economia está operando acima de seu potencial. As expectativas futuras de inflação ($E_t(\pi_{t+1})$) são incorporadas na formulação da política monetária. Se as expectativas de inflação forem altas, o banco central pode reagir aumentando as taxas de juros para controlar a inflação. A taxa de inflação passada ($t-1$) também influencia a política monetária. Se a inflação no passado foi alta, o banco central pode reagir aumentando as taxas de juros para conter pressões inflacionárias futuras. Dessa forma, a política monetária busca estabilizar tanto os preços quanto a atividade econômica. O modelo implica que os bancos centrais ajustam as taxas de juros com o objetivo de atingir metas de inflação e de manter a economia operando próximo ao seu potencial de produção. Os sinais esperados de cada termo estão melhor explicitados no trabalho de Paula e Saraiva, indicam como cada variável afeta a taxa de juros

nominal de curto prazo, permitindo uma compreensão mais clara de como a política monetária responde às condições econômicas.

O Regime de Metas de Inflação (RMI), adotado por vários países desde a década de 1990, parte de dois pressupostos fundamentais. O primeiro refere-se à falta de sucesso de outras estratégias de âncoras nominais, como metas de taxa de câmbio e metas monetárias, para controlar a inflação. O segundo baseia-se nos preceitos teóricos do Novo consenso macroeconômico (NCM), que sustenta que a política monetária tem um impacto limitado e temporário nas variáveis reais da economia, como níveis de produção e emprego. O RMI é caracterizado pelo reconhecimento explícito de que o objetivo primordial da política econômica, especialmente da política monetária, deve ser a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável. Em versões mais flexíveis, o compromisso com a estabilidade de preços pode ser acompanhado pelo esforço de manter a estabilidade do produto próximo à taxa potencial de crescimento, mas apenas nas condições em que a estabilidade de preços não seja comprometida. Muitos países que adotam o RMI estabelecem a meta de inflação em conjunto entre o governo e o Banco Central (BC). Alguns BCs têm mandatos duplos, como o BC da Austrália, que visa estabilidade de preços e emprego, ou objetivos mais amplos, como o BC do Canadá, que busca promover o bem-estar econômico e financeiro do país. A estabilidade financeira também tem ganhado destaque como objetivo, especialmente após a crise financeira recente, levando vários BCs, incluindo o Banco da Inglaterra, a incorporar essa preocupação. Em relação à definição do horizonte da meta de inflação, a maioria dos países adota um prazo médio (dois anos ou mais), permitindo ajustes de curto prazo para lidar com choques não previsíveis na economia. Notavelmente, o Brasil destaca-se por utilizar a meta anual como horizonte, diferindo da abordagem comum de outros países (Paulo e Saraiva).

Há uma extensa quantidade de estudos comparativos entre países que adotam o Regime de Metas de Inflação (RMI) e aqueles que não o adotam. Em geral, esses estudos empíricos não chegam a uma conclusão definitiva sobre se os países emergentes que optam pelo RMI apresentam um desempenho superior em termos de crescimento econômico e estabilidade da inflação (redução da volatilidade) em comparação com aqueles que não o adotam. É relevante destacar que a falta de evidências conclusivas sobre a melhoria relativa da inflação e do produto nos países emergentes que adotam o RMI está relacionada a problemas econômicos específicos que são inerentes a esses países. Esses problemas nem sempre são observados em países desenvolvidos, o que pode resultar em resultados mais favoráveis para o RMI nesses contextos.

Essa análise, conforme explicado por Paula e Saraiva, sugere que o impacto do RMI pode variar dependendo das características econômicas e estruturais de cada país, e que os resultados observados podem não ser diretamente comparáveis entre países desenvolvidos e emergentes. Em primeiro lugar, essas economias experimentam um repasse cambial mais pronunciado sobre os preços, em comparação com as economias desenvolvidas. Isso ocorre devido à relação negativa e significativa entre a renda nessas economias e o repasse cambial, uma vez que economias com renda mais baixa tendem a ter uma proporção maior de bens comercializáveis na cesta de consumo das famílias. Além disso, a previsão da inflação nos países emergentes é mais desafiadora devido à maior magnitude e impacto mais expressivo dos choques, bem como à menor densidade dos mercados financeiros. A predominância de passivos denominados em moeda estrangeira nessas economias também cria um dilema conhecido como "medo de flutuar". Outra dificuldade enfrentada pelos países emergentes é a falta de credibilidade na política monetária. Esse desafio está, em parte, interligado às características estruturais mencionadas anteriormente. (MISKHIN, 2011; BERNANKE, 2012; WOODFORD, 2012).

4.2 OS FUNDAMENTOS DA PROPOSTA DE AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL E SEUS DESDOBRAMENTOS NA ESTABILIZAÇÃO MACROECONÔMICA. (DUAS VISÕES ACERCA DA ESTABILIDADE)

Entre os objetivos do Bacen está explicitado: “Garantir a estabilidade do poder de compra da moeda, zelar por um sistema financeiro sólido, eficiente e competitivo, e fomentar o bem-estar econômico da sociedade”. A autonomia do banco central refere-se ao compromisso da política econômica com um único objetivo primordial: a estabilidade de preços. Nesse contexto, a autonomia pressupõe que o crescimento econômico não é diretamente influenciado por variáveis monetárias, mas sim por fatores reais, como a disponibilidade de mão de obra, capital e tecnologia. A abordagem se alinha com uma perspectiva de economia do *laissez-faire*, onde a taxa de crescimento do produto é idealmente igual àquela associada à plena utilização dos recursos, sem ociosidade. Essa proposta tem suas raízes teóricas na economia novo-clássica, como visto no capítulo anterior e assume a hipótese fundamental de expectativas racionais por parte dos agentes econômicos. A ideia é que os indivíduos utilizam todas as informações disponíveis e seu entendimento sobre o funcionamento da economia ao formarem suas expectativas. Por exemplo, se houver conhecimento de que a oferta de moeda aumentará, os empresários ajustarão suas expectativas de preços para cima, antecipando o impacto desse

aumento. Nesse cenário, qualquer medida de política econômica pode ser perfeitamente antecipada por todos os agentes da economia. Em outras palavras, assumindo que os agentes estão cientes da regra de política seguida pela autoridade monetária, a própria existência dessa regra afeta suas expectativas. A conclusão é que uma política monetária expansionista, quando os agentes têm expectativas racionais, não terá efeito sobre as variáveis reais, como produto e emprego, mas apenas sobre variáveis nominais, como o nível de preços. (Paula)

De acordo com essa perspectiva, o problema reside no viés inflacionário dos policy-makers, ou seja, eles têm uma inclinação para gerar inflação com o intuito de reduzir o desemprego atual em relação à "taxa natural de desemprego", mesmo sabendo que isso será temporário. Essa tendência decorre do fato de que, em determinadas circunstâncias, os decisores políticos podem valorizar resultados imediatos e passageiros sobre o nível de produto e emprego em detrimento da credibilidade nas regras de política monetária. Por razões eleitorais, eles podem optar por políticas discricionárias expansionistas. Para conter esse viés inflacionário das autoridades monetárias, os economistas novo-clássicos advogam a imposição de "compromissos institucionais" que o desestimulem. Essa abordagem visa fortalecer a credibilidade nas regras monetárias adotadas e assegurar que o objetivo primordial da política seja a estabilidade de preços, mesmo que isso implique sacrificar outros objetivos. Nesse contexto, surge a proposta de independência do banco central e de metas de inflação. Essas medidas garantem a autonomia operacional dos gestores e limitam a margem de manobra das autoridades monetárias, vinculando-as ao objetivo único de manter a estabilidade de preços. A independência do banco central e a definição de metas de inflação funcionam como mecanismos para restringir a interferência política na condução da política monetária e para assegurar a continuidade do compromisso com a estabilidade macroeconômica. (Paula)

No contexto brasileiro, que adota desde 1999 um regime de metas de inflação associado a um regime de taxa de câmbio flexível, a proposta de autonomia do Banco Central busca complementar o arcabouço institucional, reafirmando o compromisso da política econômica com a estabilidade de preços, considerada uma condição fundamental para o crescimento econômico. Essa proposta brasileira é inspirada no modelo do Banco Central da Inglaterra, onde o Executivo estabelece a meta de inflação a ser alcançada, e o Banco Central tem autonomia para utilizar os instrumentos da política monetária visando atingir a taxa de inflação preestabelecida. No caso do Federal Reserve, o Banco Central norte-americano, ele tem a liberdade de definir sua meta quantitativa de inflação e utilizar os instrumentos de política monetária. No entanto, ao contrário do Banco Central da Inglaterra, o Federal Reserve não

possui um compromisso formal com uma meta de inflação única; adicionalmente, tem dois objetivos principais: controlar a inflação e buscar o pleno emprego (Paula).

Já a escola pós-keynesiana, em sintonia com as ideias de Keynes no fim de sua vida, destaca um papel contínuo para o governo na economia, diferenciando-se da mera substituição dos mercados privados pela intervenção estatal na determinação dos investimentos. De acordo com essa abordagem, as ações das políticas econômicas devem complementar, e não competir com, as decisões privadas, reforçando a iniciativa privada. Em contraste com a visão novo-clássica, os pós-keynesianos trabalham com a hipótese de formação de expectativas sob incerteza não probabilística. Isso implica a impossibilidade de prever antecipadamente todas as influências relevantes entre a decisão de implementar um plano e a obtenção de resultados. Sob incerteza, a retenção de moeda como ativo pode ser uma escolha racional, pois sua característica de liquidez absoluta proporciona flexibilidade no portfólio dos agentes. Portanto, a moeda não é considerada neutra na economia, uma vez que afeta as motivações e decisões dos agentes, especialmente em ambientes de incerteza. Para os pós-keynesianos, a política econômica está relacionada à implementação de medidas destinadas a aumentar o nível de demanda agregada, criando um ambiente estável que motive os empresários a realizar novos investimentos. A estabilidade do emprego e a utilização da capacidade produtiva dependem, principalmente, da decisão de investimento dos empresários. Assim, a política econômica deve buscar influenciar o investimento privado global, estimulando escolhas mais arriscadas que, por sua vez, resultem em lucros e geração de empregos. Nessa perspectiva, a boa política econômica é aquela que incentiva os agentes a investirem em ativos de capital, promovendo o investimento novo. O objetivo central da política econômica deve ser a estabilidade macroeconômica, que vai além da estabilidade de preços. Essa estabilidade macroeconômica procura reduzir as incertezas inerentes aos negócios na economia, sendo compatível com o aumento do produto e do emprego. A abordagem pós-keynesiana defende a necessidade de uma coordenação mais ampla das políticas (fiscal, monetária, cambial e salarial) para alcançar esses objetivos múltiplos. A independência do banco central, apesar de seus potenciais benefícios, pode resultar em problemas de descoordenação de políticas econômicas, pois decisões unilaterais, como aumentos abruptos na taxa de juros, podem acarretar consequências negativas, como custos fiscais elevados e aumento generalizado da inadimplência nas operações de crédito, prejudicando o sistema bancário como um todo. (Paula)

5 CONCLUSÃO

Em suma, a autonomia do Banco Central, como adotada no Brasil, é fundamental para a estabilidade macroeconômica, sendo uma prática alinhada com os princípios da ortodoxia econômica. Essa autonomia visa estabelecer um ambiente propício para o controle da inflação e a manutenção da estabilidade de preços como objetivo principal da política monetária. Medidas como a rotatividade dos presidentes do banco, a escolha de líderes considerados conservadores ortodoxos e leis que limitam seu poder são implementadas para garantir a credibilidade e reputação do Banco Central. A ideia é criar um trinômio de credibilidade, reputação e delegação, proporcionando um ambiente confiável para a condução da política monetária. Na perspectiva ortodoxa, a importância da autonomia do Banco Central está diretamente ligada à capacidade de manter a estabilidade de preços, evitando surtos inflacionários que podem gerar desequilíbrios na economia. A ênfase na estabilidade macroeconômica é vital para garantir o crescimento sustentável, o pleno emprego e a saúde financeira do país.

Os defensores da autonomia destacam que a delegação de poderes ao Banco Central, sem interferência direta do chefe do executivo, permite uma atuação mais focada, evitando decisões movidas por objetivos de curto prazo ou políticos. Isso, por sua vez, cria um ambiente mais previsível e confiável para os agentes econômicos, contribuindo para a estabilidade macroeconômica. Por outro lado, os críticos heterodoxos argumentam que essa abordagem pode negligenciar outros objetivos importantes, como o crescimento econômico e a redução do desemprego, ao adotar uma visão mais restrita focada apenas na inflação. No entanto, a perspectiva ortodoxa destaca que a estabilidade de preços é vista como uma condição prévia para o alcance desses outros objetivos, proporcionando um ambiente macroeconômico sólido. Em resumo, a autonomia do Banco Central no Brasil, sob a perspectiva ortodoxa, desempenha um papel crucial na promoção da estabilidade macroeconômica, contribuindo para a confiança dos agentes econômicos, a previsibilidade das políticas e a busca de um ambiente propício ao crescimento sustentável.

6 REFERÊNCIAS

- FRANCO, Gustavo H. B.; LAGO, Luiz Aranha Corrêa do. O processo econômico. In: SCHWARCZ, Lilia Moritz (org.) *História do Brasil Nação: 1808-2010. A abertura para o mundo, 1889-1930*. Madrid, Rio de Janeiro: Mafre e Editora Objetiva, em coedição, 2012, v. 3, p. 173-237. Disponível em: <http://mapa.an.gov.br/index.php/component/content/article?id=487> Acessado em 12 de dezembro de 2023.

- CARVALHO, José Murilo de. *Os bestializados: o Rio de Janeiro e a República que não foi*. São Paulo: Companhia das Letras, 1987.

- (Torelli, 2006/2007, p. 9 e 12).- TORELLI, Leandro Salman. Os interesses da elite paulista na criação da Caixa de Conversão: os debates parlamentares (1898-1914). *Leituras de Economia Política*, Campinas, v. 9, n. 1 (12), p. 1-23, jan. 2006/dez. 2007. Disponível em: <http://mapa.an.gov.br/index.php/dicionario-primeira-republica/752-caixa-de-conversao>.

-DECRETO-LEI Nº 7.293, DE 2 DE FEVEREIRO DE 1945.
(https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/1937-1946/Del7293.htm)

-LEI Nº 4.595, DE 31 DE DEZEMBRO DE 1964
(https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm)

-DECRETO-LEI Nº 278, DE 28 DE FEVEREIRO DE 1967.
(https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/Del0278.htm#art1)

- «*Caixa de Conversão - Memórias da Administração Pública Brasileira*». Arquivo Nacional - MAPA. 17 de agosto de 2022. Consultado em 9 de novembro de 2023.

-LEI COMPLEMENTAR Nº 179, DE 24 DE FEVEREIRO DE 2021
(<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-complementar-n-179-de-24-de-fevereiro-de-2021-305277273>)

- Bulhões, Octavio G. Depoimento. Memória do Banco Central. Programa de História Oral do CPDOC/FGV. Brasília: BCB/Demap, 1990.

- Figueiredo Filho, João S. Políticas Monetária, Cambial e Bancária no Brasil sob a gestão do Conselho da Sumoc de 1945 a 1955. Dissertação de mestrado. Niterói: UFF, 2005.

- Saretta, Fausto. Octavio Gouvêa de Bulhões (1906-1990). In Szmrecsanyi, T. et Coelho, F. S. Ensaio de história do pensamento econômico no Brasil contemporâneo. São Paulo: Atlas, 107, p.324-328.

- CULTURA MAIOR. Ep. 03 da série ‘ECONOMIA BRASILEIRA - A história contada por quem a fez’: 1888 – 1929 – Brasil dos brasileiros. Junae Andrezza. ed. [S. l.]: Maílson da Nóbrega e Louise Sottomaioir, 20 set. 2018. Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=sf0sFLoYMoY&ab_channel=LouiseSottomaioir. Acesso em: 3 dez. 2023.

- FRANCO, Gustavo. Presidente do Banco Central 1993 – 1999. In: CULTURA MAIOR. Ep. 03 da série ‘ECONOMIA BRASILEIRA - A história contada por quem a fez’: 1888 – 1929 – Brasil dos brasileiros. Junae Andrezza. ed. [S. l.]: Maílson da Nóbrega e Louise Sottomaioir, 20 set. 2018. Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=sf0sFLoYMoY&ab_channel=LouiseSottomaioir. Acesso em: 3 dez. 2023.

- BRASIL. Estatuto de 2 de maio de 1923. [Reforma o estatuto do Banco do Brasil em virtude do contrato realizado com o Tesouro Nacional em 24 de abril de 1923]. *Diário Oficial da República dos Estados Unidos do Brasil*. Poder Executivo, Rio de Janeiro, 6 maio 1923a. Seção 1, p. 13.682-13.685.

- LOBO, Rodrigo. Banco do Brasil. Dicionário período colonial, Memória da administração pública brasileira, 9 nov. 2016. Disponível em: <http://mapa.an.gov.br/index.php/dicionario-periodo-colonial/138-banco-do-brasil>. Acesso em: 2 nov. 2023.

- GABLER, Louise. Banco da República do Brasil/Banco do Brasil (1905-1930). Arquivo Nacional: MAPA MEMÓRIA DA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA BRASILEIRA, gov, 13

dez. 2023. Disponível em:

<http://mapa.an.gov.br/index.php/component/content/article?id=1207>. Acesso em: 10 jan. 2023.

- MOLLO, Maria de Lourdes R. AS CONTROVÉRSIAS MONETÁRIAS DO SÉCULO XIX. Ensaios FEE, Porto Alegre, (15) 1:80-97, [s. l.], 1994.

- MENEGHETTI, Carla Beni. A precariedade da administração monetária em um país periférico, sob as regras do padrão-ouro: Brasil, 1888-1900. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2006. Disponível em: <https://bit.ly/3JLPeuH>. Acesso em: 12 ago. 2023.

- LOBO, Rodrigo. Banco do Brasil. Arquivo Nacional MAPA MEMÓRIA DA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA BRASILEIRA, [s. l.], 4 nov. 2016. Disponível em: <http://mapa.arquivonacional.gov.br/index.php/dicionario-periodo-colonial/138-banco-do-brasil>. Acesso em: 10 jan. 2023.

- FRANCO, Gustavo H. B.; LAGO, Luiz Aranha Corrêa do. O processo econômico. In: SCHWARCZ, Lília Moritz (org.) História do Brasil Nação: 1808-2010. A abertura para o mundo, 1889-1930. Madrid, Rio de Janeiro: Mafre e Editora Objetiva, em coedição, 2012, v. 3, p. 173-237.

- (Torelli, 2006/2007, p. 9 e 12).- TORELLI, Leandro Salman. Os interesses da elite paulista na criação da Caixa de Conversão: os debates parlamentares (1898-1914). Leituras de Economia Política, Campinas, v. 9, n. 1 (12), p. 1-23, jan. 2006/dez. 2007.

- BANCO DO BRASIL. Relatório (1965-1986); BENEVIDES, M. Considerações; CASTRO, H. Introdução; LEVY, M. Encilhamento; LEVY, M. Fundamentos; LEVY, M. Gestão; PACHECO, C. História; TOPIK, S. Empresa.