

CAMILA DURAN

"A moeda jurídica e de
Política Monetária"

Capítulo I

A Transformação do Papel do Direito na Política Monetária: em direção a instrumentos jurídicos *ex post*, como a *accountability*

As últimas décadas testemunharam o aumento da importância de autoridades monetárias e a convergência quanto a seus atributos institucionais e ao método de gestão da moeda. A transparência, a complexidade e a cientificidade do *modus operandi* monetário são elementos particularmente relevantes dessa convergência. No entanto, a despeito de sua importância, o papel do direito nesse domínio e a natureza da legitimidade da ação monetária têm sido relativamente pouco debatidos pelo mundo jurídico. A fim de contribuir a essa discussão teórica, este capítulo tem como objetivo desenvolver uma análise crítica do enquadramento jurídico da autonomia de bancos centrais e da gestão da moeda por essas autoridades, bem como apresentar alguns desafios postos ao direito.

Seção 1 Bancos centrais: burocracias e funções em expansão

Definir o que é um banco central ou o que constitui a atividade de *central banking* não é tarefa fácil. No entanto, ainda que haja diferenças na estrutura dessas instituições ou nos poderes atribuídos a elas, em cada país ou região, é possível identificar uma tendência na prática em relação à convergência de métodos e funções desempenhadas por autoridades monetárias.²⁶

²⁶

Para um dos trabalhos seminais sobre bancos centrais e as atividades de *central banking*, ver Kock (1939, reed. 1974).

1.1 A autonomia de bancos centrais como atributo institucional

Nos termos do art. 56(a) do estatuto do Banco de Compensações Internacionais (BCI), banco central é o banco ou o sistema bancário, em qualquer país ou região, responsável pela regulação do volume da moeda e do crédito.²⁷ Como funções geralmente convergentes, bancos centrais detêm o monopólio da emissão monetária, centralizam o sistema de pagamentos para garantir a liquidação de obrigações (necessidade imposta pela moeda escritural), respondem pela estabilidade do sistema financeiro (ao desempenharem, especialmente, o papel de prestamista de última instância), influenciam (ou determinam) a taxa de câmbio e servem como depositário de reservas. Essas instituições também interferem no sistema financeiro internacional e constroem relações de cooperação monetária, que exercem influência direta no poder de compra da moeda nacional. Essa burocracia encarrega-se de condicionar ou determinar diversas variáveis econômicas, que irão diretamente impactar o crescimento, o nível geral de inflação e de empregos de um país ou de uma região, em curto, médio ou longo prazo.

Em sua origem, bancos centrais foram instituições privadas, fundadas como bancos comerciais. Os primeiros bancos centrais, sobretudo aqueles constituídos durante o século XIX, passaram a desenvolver funções regulatórias e de supervisão de forma natural e evolucionária, e não por meio da adoção dessas funções no momento de sua constituição (Goodhart, 1988, p. 8).²⁸ Eles irão se organizar como instituições públicas, sem cumular propriamente objetivos relacionados à maximização de lucros advindos da intermediação financeira, muito tempo depois.²⁹ Alguns bancos centrais, principalmente aqueles que se cons-

²⁷ Art. 56 (a), do Estatuto do Banco de Compensações Internacionais, de 20 de janeiro de 1930 (texto com emenda de 27 de junho de 2005): "Central bank means the bank or banking system in any country to which has been entrusted the duty of regulating the volume of currency and credit in that country; or, in a cross-border central banking system, the national central banks and the common central banking institution which are entrusted with such duty". O Banco de Compensações Internacionais (Bank for International Settlements - BIS) é o banco central dos bancos centrais.

²⁸ Segundo Goodhart (1988), "indeed, in England the legislative framework - the 1844 Bank of England Act - was to prove something of a barrier, and antithetical, to the development of the regulatory functions by the bank" (Goodhart, 1988, p. 8).

²⁹ O primeiro banco central foi criado na Suécia, o Riksbank, em 1668. No entanto, será o Banco da Inglaterra, criado em 1694, que primeiro terá o monopólio da emissão monetária, em 1844, e assumirá a função de prestamista de última instância, a partir de 1870. O Riksbank somente irá adquirir o monopólio da emissão da moeda em 1897 e, sete anos antes, o de prestamista de última

tuitaram inicialmente enquanto bancos privados (como o Banco da Inglaterra e o banco central italiano), mas também aqueles que estavam sujeitos à relativa supervisão política (como o banco central francês), retiraram por tempo considerável a função ordinária de banco comercial (Goodhart, 1988, p. 9). A "metamorfose" ocorreu gradualmente e com certa dificuldade, tendo em vista os conflitos de interesse que o acúmulo de funções envolvia.

Basicamente, o caráter especial dessas instituições públicas advém de sua criação por ato estatal, sua concepção inicial, na qualidade de banqueiros do governo e a recepção do monopólio de funções, como a emissão da moeda (Capie et al., 1994, p. 5).³⁰ Inclui-se, ainda, como Bagehot (1999, p. 62) originalmente concebeu teoricamente, em 1873, o exercício da relevante responsabilidade de prestamista de última instância, na administração de crises bancárias. O desenvolvimento dessa "nova" função acrescenta a responsabilidade a bancos centrais de não somente administrar a emissão monetária, mas também de garantir o bom funcionamento do sistema de crédito. Para Goodhart (1988), a autoridade monetária central é indispensável³¹ porque os custos para acessar informações relevantes, relacionadas ao funcionamento dos bancos na criação da moeda escritural, são muito elevados para agentes não financeiros. No momento em que uma falha ou uma falta de pagamento ocorre, a mesma assimetria informacional opera-se, e é custoso distinguir se as causas do evento relacionam-se a determinada instituição ou a um grupo delas - e que, portanto, poderia haver risco de contágio.

Novos Estados soberanos criam uma bandeira, compõem um hino nacional e constituem um banco central.³² Durante o século passado, o número de bancos centrais no mundo passou de 19 para mais de 170, ou seja, mais de 90% dos Estados soberanos passaram a contar com a estrutura de um banco central (Gráfico 1). Esse movimento intensificou-se, principalmente, após as duas Grandes Guerras Mundiais.

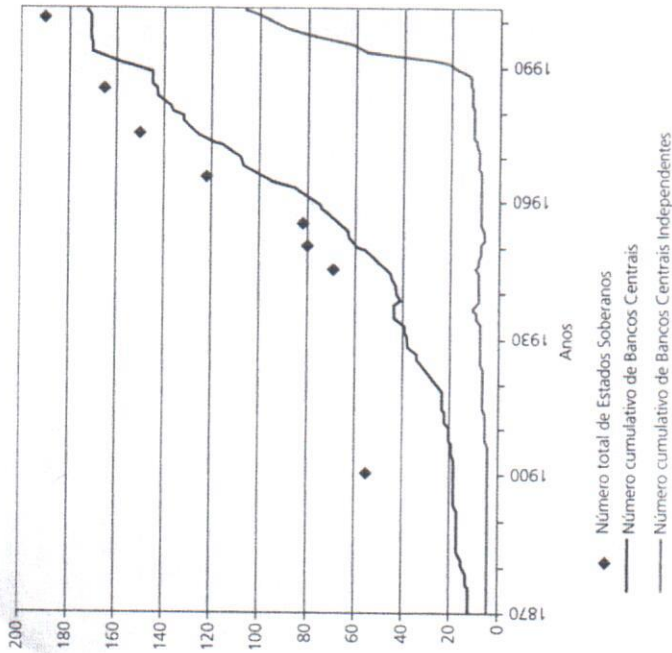
instância (Capie et al., 1994, p. 6). Por essa razão, é bastante problemático falar da existência de bancos centrais, em sentido estrito, antes da adoção do clássico padrão-ouro, entre 1873 e 1914 (Marcussen, 2005, p. 906).

³⁰ Conforme Goodhart (1988), "central banks were generally set up initially in the eighteenth and nineteenth centuries to provide finance on beneficial, subsidized terms to the government of the day, and were often awarded in return with certain monopoly rights in note issuing" (Goodhart, 1988, p. 19-20).

³¹ O presente trabalho abstém-se de discutir as teorias relacionadas ao *free banking*, por fugir ao seu escopo. Para uma análise dessa teoria e sua crítica, ver Goodhart (1988, p. 13-28).

³² Esse adágio é citado na obra de Maxfield (1997, p. 3).

Gráfico 1. Estados soberanos e bancos centrais, 1870-2002.



Fonte: Marcussen (2005, p. 904).

Segundo Marcussen (2005, p. 911-916), essa tendência de convergência pode ser resumida em dois movimentos principais. O primeiro corresponderia ao período entre guerras e relaciona-se à imposição e à promoção de novo modelo econômico. Os principais protagonistas desse período são a Liga das Nações e importantes personalidades da época, ligadas à atividade de *central banking*.

A Liga das Nações, ao assistir a reestruturações econômicas, vinculava seu apoio financeiro ao cumprimento de condições relacionadas a estruturas de governança, como a existência de um banco central. Adicionalmente, é importante ressaltar o papel de banqueiros, como Benjamin Strong (Fed, 1914-1928) e Montagu Norman (Banco da Inglaterra, 1920-1944),³³ que difundiram ideologicamente a cultura do

³³ Montagu Norman, no período entre guerras, era considerado o presidente de banco central mais influente do mundo. Na época, o *New York Times* denominava-o como o "monarca de um império invisível" (apud Ahamed, 2010, p. 2). Com Benjamin Strong, Hjalmar Schacht (Reichsbank) e Emile Moreau

central banking por diversos países, inclusive na América Latina.³⁴ Em 1920, a Conferência Internacional sobre Finanças da Liga das Nações, em Bruxelas, adota resolução por unanimidade que recomenda a criação de bancos centrais por países que ainda não estabeleceram essa instituição.³⁵ Inclusive, essa resolução exprime o ideal de libertar bancos centrais de pressões políticas advindas do governo e do dever de prudência financeira no funcionamento dessas estruturas.³⁶ Essas normas podem ser interpretadas como o reflexo da atuação independente de bancos centrais, durante o final do século XIX e início do século XX. Esse período histórico foi marcado pela paz, pela ideologia do *laissez-faire* e pela estabilidade de preços proporcionada pelo padrão-ouro (Capie et al., 1994, p. 62).

Pode-se afirmar que a lógica da criação de bancos centrais, no período entre guerras, resultaria da pressão de pares, decorrente da Primeira Guerra Mundial ou de crise bancária, e de conferências e comunicação transnacionais via empreendedores dessa ideologia (Marcussen, 2005, p. 915). O desenvolvimento de instituições e suas correspondentes funções são influenciados, profundamente, pelo desenvolvimento de ideias, teorias e percepções sobre seu próprio papel (Capie et al., 1994, p. 3). Em 1930, a cooperação internacional de bancos centrais (é, portanto, um reforço à ideologia dessa estrutura organizacional) será institucionalizada com a criação do Banco de Comparações Internacionais. Conforme Haas (1992, p. 2-3), "[...] the diffusion of new ideas and information can lead to new patterns of behavior and prove to be an important determinant of international policy coordination".

internacional após a Primeira Guerra Mundial. Os mencionados banqueiros faziam parte do mais exclusivo clube do mundo ("the most exclusive club in the world"), segundo os jornais da época (apud Ahamed, 2010, p. 2).

³⁴ Para análise interessante do papel das missões de assistência técnica dos *money doctors* na América Latina, ver Bianchi (2011). Entre as décadas de 1910 e 1930, foram criados oito bancos centrais na América Latina. Entre eles estão os bancos centrais do México, da Argentina e do Chile. Os demais bancos centrais da região foram criados no período pós-Segunda Guerra Mundial, inclusive o brasileiro, em 1965.

³⁵ Resolução proposta pela Comissão sobre Moeda e Câmbio e adotada pela Conferência sobre Finanças de Bruxelas, por unanimidade, item XIV (League of Nations, 1922, p. 225). "In countries where there is no Central Bank of Issue, one should be established [...]".

³⁶ Resolução proposta pela Comissão sobre Moeda e Câmbio e adotada pela Conferência sobre Finanças de Bruxelas, por unanimidade, item III (League of Nations, 1922, p. 224). "Banks, and especially Banks of Issue, should be freed from political pressure and should be conducted solely on the lines of prudent finance".

A segunda etapa dessa tendência de convergência (da expansão de bancos centrais) corresponderia historicamente à independência de diversas colônias (décadas de 1960-1970) e do surgimento de novos países independentes no centro e no leste europeu, bem como na antiga União Soviética (década de 1990). Além disso, no âmbito da América Latina, a reorganização de poderes políticos e a emergência de ditaduras militares teriam favorecido a criação de burocracias econômicas, sem a interferência de oposições partidárias, como foi o caso brasileiro.

A criação de bancos centrais seguiria, de acordo com Marcussen (2005, p. 915) o modelo de convergência caracterizado pela lógica de emulação. A percepção era de que a criação de um banco central traria a característica de modernidade ao país. Uma vez passado certo limiar de determinada prática social internacional, como a organização de um banco central enquanto estrutura social, a reprodução dar-se-ia quase que por si mesma. Nas palavras de Haas (1992, p. 26), "prevailing ideas may be an important determinant of policy choice and persistence".

Outro dado importante apresentado pelo Gráfico 1 é a crescente tendência de independência legal-formal concedida a bancos centrais, sobretudo durante a década de 1990. Os dados dessa figura identificam bancos centrais que passaram por algum tipo de reforma legal com o intuito específico de atribuir autonomia em relação ao governo central.³⁷ Esse gráfico identifica, portanto, somente dados relacionados às atribuições institucionais (independência *de jure*). A crítica que pode ser apontada é o fato de que, por si só, o desenho institucional não assegura forçosamente a independência de fato.³⁸ Do mesmo modo, não são considerados, nessa figura, bancos centrais que são independentes de fato, mas que não passaram por reformas legais. Ainda que esses dados sejam passíveis de contestação e dependam de análise da dinâ-

³⁷ Marcussen (2005) teve como base, para a produção desses dados, parte da análise empírica sobre o tema publicada por Cukierman et al. (1992). Esta última é uma das principais referências no estudo sobre a independência de bancos centrais. O grupo avaliado de medidas, relacionadas à autonomia, é o seguinte: (i) processo de indicação e existência de constrangimentos institucionais para a demissão de diretores e presidente, inclusive mandato fixo; (ii) processo autônomo de formulação da política monetária e orçamentária (relação da relação com o Poder Executivo); (iii) existência de objetivos determinados para o banco central; e (iv) limitações ao banco central de emprestar recursos ao setor público (Cukierman et al., 1992, p. 356-357).

³⁸ Nas palavras de Maxfield (1997, p. 19), "central bank independence does not come from the legislators pen alone".

Podries → Lógica de emulação

mica institucional em cada caso, é interessante notar a tendência de convergência de reformas institucionais com objetivo precípuo de garantir independência formal para a atuação de bancos centrais.³⁹

Marcussen (2005, p. 916-920) explica essa convergência institucional de duas maneiras, pelas perspectivas da demanda e da oferta. Na primeira perspectiva, há dois movimentos principais de demanda. A pressão de pares, a partir de 1989, com o advento do modelo de banco central independente combinado com metas de inflação, construído originalmente pela Nova Zelândia, e a lógica de emulação, como é o caso das reformas promovidas no âmbito da União Econômica e Monetária (UEM) na Europa, no início da década de 1990. No *Rapport Delors* (1989, p. 17),⁴⁰ documento que estabelece as bases para a construção da UEM, o *status* de independência do banco central europeu é apresentado como condição fundamental do sistema. No Tratado de Maastricht, a independência formal de bancos centrais nacionais era condição prévia para que Estados pudessem ascender à zona monetária comum do euro.

No que se refere especificamente aos países em desenvolvimento, Maxfield (1997) identifica a necessidade de acesso ao mercado de capitais internacional como fator relevante na promoção de reformas legais destinadas a conceder autonomia a bancos centrais. A globalização financeira aumenta os custos de uma política monetária "frouxa" e, conseqüentemente, a demanda por independência de bancos centrais. Políticos tendem a ceder discricionariedade a bancos centrais sobre a condução da política monetária, se a necessidade e o valor da competição por crédito internacional são altos (Maxfield, 1997, p. 50). Por essa razão, os períodos de excesso de liquidez, como o correspondente até o início dos anos 1970, corroem a influência de bancos centrais conservadores sobre governos, ao passo que períodos como a crise da dívida dos anos 1980 restauram essa influência. O desenho institucional e a gestão do sistema monetário pela autoridade bancária, capazes de impedir a credibilidade ao mercado financeiro internacional, passaram a ter alta prioridade política (Sola et al., 2002, p. 39).⁴¹

³⁹ A primeira pesquisa empírica, que buscou avaliar o grau de independência que, paulatinamente, passou a ser concedido a bancos centrais, data de 1977 (Laurens et al., 2009).

⁴⁰ Rapport sur l'Union Économique et Monétaire dans la Communauté Européenne ("*rapport Delors*"), de 12 avril de 1989, *Europe Documents* n. 1.550/1.551, p. 1-21.

⁴¹ O estudo empírico de Maxfield (1997, p. 50-70) indica que o movimento de independência de bancos centrais, em países em desenvolvimento, foi mais

audaciosa nesse a globalização?

Da perspectiva da oferta, no âmbito da União Europeia, Marcusen (2005, p. 912) menciona o conseqüente processo de harmonização legislativa, em decorrência do estabelecimento de obrigações internacionais. Além disso, o referido autor identifica a imposição e a promoção de determinado modelo de governança no setor internacional, patrocinado por instituições como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial, por meio da promoção de assistência técnica e de treinamento de funcionários públicos. A ideologia predominantemente propagava moeda e instituições fortes, com pouca interferência estatal na economia, privatização e bancos centrais independentes.⁴² Durante a década de 1990, o FMI foi responsável por missões de assistência técnica, relacionadas à implementação de reformas legais para bancos centrais em mais de 60 países e, na América Latina, em 16 deles (Jácome, 2001, p. 33). Essas missões previam explícitas recomendações para o aumento da autonomia de bancos centrais como mecanismo para promover credibilidade, reforçar a habilidade dessas instituições em controlar a inflação e promover estabilidade de preços (Jácome, 2001, p. 5).

Segundo Orléan (2008, p. 17), a importância crescente de bancos centrais e a demanda por sua autonomia podem ser explicadas, ainda, pelo fim da conversibilidade de moedas, tal como era prática do sistema monetário internacional durante o período histórico do padrão-ouro e do padrão dólar-ouro.⁴³ Formuladores de política passaram a conceber a independência de bancos centrais como um dos meios possíveis para limitar a instabilidade de preços, em um sistema de câmbio flutuante (Maxfield, 1997, p. 7). Na atualidade, Estados soberanos tendem a adotar modelo de sistema monetário autorreferencial. Dessa forma, o engajamento de bancos centrais em manter o poder aquisitivo da moeda seria essencial para ancoragem do padrão monetário. É esse

pronunciado na Europa, mas também especialmente evidente na América Latina; ao passo que na Ásia e na Oceania essa tendência foi moderada, e no Oriente Médio e na África foi mínima. Essa também é a avaliação da pesquisa empírica de Laurens et al. (2009, p. 160).

⁴² Durante esse período histórico, Fabiani (2011) aponta, em sua pesquisa empírica, que o Banco Mundial, por meio de financiamento de projetos de reforma institucional, foi ator relevante na incorporação, no campo da prática jurídica, de concepções advindas de determinadas teorias econômicas, como a Nova Economia Institucional e a *Law and Finance*.

⁴³ Para histórico do sistema monetário internacional e análise do padrão-ouro e do dólar-ouro, bem como do Acordo de Bretton Woods e da eleição da taxa de câmbio enquanto âncora, consultar Eichengreen (2008).

engajamento institucional que assegura a estabilidade da antecipação de preços por agentes econômicos e contribui diretamente para o nível da inflação.⁴⁴

Nesse período histórico recente, portanto, pode-se afirmar que houve a emergência de determinado conjunto de ideias relacionadas à implementação da política de gestão da moeda por bancos centrais. O primeiro elemento desse conjunto é a necessidade de bancos centrais serem instituições independentes dos poderes políticos. A independência de interferências políticas parece ser necessária para controlar eficazmente a oferta de moeda na economia e evitar o uso da política monetária, no curto prazo, para geração de benefícios políticos. Esse é o clássico problema da inconsistência temporal (*time inconsistency*). Segundo Kyndlan e Prescott (1977), o enquadramento normativo da ação política (a existência de regras) é preferível à discricionariedade, uma vez que a decisão política discricionária implica a seleção do que é melhor a partir da avaliação da situação presente, desconsiderando o cenário futuro. Esse comportamento resultaria ou em planejamento consistente, porém subótimo, ou em instabilidade econômica (Kyndlan e Prescott, 1977, p. 487). É o debate sobre regra *versus* intervenções discricionárias (*rules versus discretion*).⁴⁵

Adicionalmente, o argumento da independência política para bancos centrais considera que governos tendem a recorrer a mecanismos de senhoriagem para financiar déficits fiscais. Senhoriagem ou imposto inflacionário é o ganho que pode ser obtido pelo Estado na emissão monetária. Em outras palavras, "ao emitir uma maior quantidade de moeda, o Estado desvaloriza o valor real das unidades monetárias que já se encontravam em circulação, obtendo para si o resultado dessa desvalorização" (Cortez, 2004, p. 173).⁴⁶

Assim, a delegação de poderes monetários a instituições autônomas e conversadoras, com proteção legal, teria como principal argumento a superação do viés inflacionário, que decorre de duas constatações

⁴⁴ Nas palavras de Orléan (2008), "L'engagement des banques centrales à maintenir le pouvoir d'achat de l'unité de compte joue un rôle pivot dans un système à monnaies purement autoréférentielles. Lorsque les monnaies sont ainsi émancipées de toute contrainte de convertibilité à taux fixe, aussi bien à l'égard des étalons métalliques qu'à l'égard d'autres monnaies, c'est cet engagement qui assure l'ancrage nominal. C'est par lui que les anticipations de prix se trouvent stabilisées" (Orléan, 2008, p. 17).

⁴⁵ Conforme Goodhart (1988, p. 21), a senhoriagem corresponde a "the margin between the rate of interest, generally zero [...] on the notes and the interest on the (default-free) assets held by the private note issuers against such note liabilities" (Goodhart, 1988, p. 21).

principais: governos tendem a recorrer ao mecanismo de senhoria para financiar déficits fiscais e a existência da dinâmica da inconsistência temporal (Jácome, 2001, p. 6). De acordo com Blinder (1999), a política de gestão da moeda, por sua própria natureza, requer horizonte de longo prazo e políticos em países democráticos "não são conhecidos nem por sua paciência nem por sua visão aguda de longo prazo" (Blinder, 1999, p. 73).

No entanto, Goodhart (2002) apresenta sua crítica a esse argumento. Para ele, considerando que a política monetária tem como principal instrumento a manipulação da taxa de juros, que é caracterizada por sua alta visibilidade e requer tempo para produzir efeitos na economia, é implausível que políticos instiguem ciclo de benefícios de manei-ra "secreta" por meio de manipulações monetárias. Todavia, existem formas mais leves de inconsistência temporal. Exatamente porque a manipulação de juros requer tempo para produzir efeitos (de 18 a 24 meses), políticos podem deixar de manipulá-los no momento presente, ainda que necessário e atestado por projeções futuras em relação ao aumento da inflação, no intuito de tirar benefícios de curto prazo.

O argumento, portanto, para a autonomia de bancos centrais baseia-se na diferenciação entre o julgamento político em torno da estabilidade monetária com base em conhecimento técnico específico e o julgamento baseado no cálculo político. Não se pode negar, no entanto, o fato de que bancos centrais, em seu julgamento, podem ter interesses próprios a serem perseguidos, como prestígio ou aumento de responsabilidades. Para Alesina e Tabellini (2007), os altos membros da burocracia estatal são guiados por motivações relacionadas ao desenvolvimento de sua carreira. Segundo Schwartz e Castañeda (2009), bancos centrais são instituições com interesses financeiros e de mercado próprios, ou seja, não são estruturas completamente externas ao processo de regulação monetária. O que se afirma somente, no que se refere ao discurso de independência de bancos centrais, é que essas instituições não estariam submetidas às flutuações decorrentes de eleições periódicas e, assim, do cálculo político e da busca por reeleição por meio do voto.

A crítica que poderia ser feita a esse conjunto de ideias econômicas é a de que, ainda que pesquisas empíricas apontem a correlação inversa entre o maior grau de independência institucional de bancos centrais e o nível geral de inflação,⁴⁶ não há evidências de que essa re-

⁴⁶ Para pesquisa empírica que tenta correlacionar o grau de independência formal de bancos centrais ao nível geral de inflação, ver a mais amplamente comentada Cukierman et al. (1992). Ver também Jácome (2001), especialmente

lação seja de causalidade. Segundo Posen (1995), um setor financeiro forte e avesso à inflação pode determinar tanto o grau de independência da autoridade monetária como o nível de inflação. Além disso, Cukierman et al. (1992) reconhecem que a mencionada correlação inversa não é significante especificamente para países em desenvolvimento.⁴⁷ No mais, outros fatores econômicos, como a globalização de mercados, a maior concorrência entre agentes ou o aumento de produtividade, ou ainda fatores sociais, como a aversão à inflação disseminada em algumas sociedades, podem também explicar (e se constituir, em maior ou menor grau, determinante) a tendência quase que mundial de baixa inflação das economias nacionais, nas décadas de 1990 e 2000 (o denominado período da "Grande Moderação").⁴⁸ O que se deve reconhecer é que o argumento subjacente da relação de causalidade entre autonomia formal de bancos centrais e baixa inflação baseia-se na crença econômica de que a política monetária é o principal fator que influencia a inflação.

Na prática, o que significa a autonomia do banco central? A independência na condução da política monetária pode implicar a discricionariedade da definição de instrumentos para a gestão da moeda (independência operacional) ou a discricionariedade de meios e fins da política monetária (independência finalística). No primeiro caso, a autoridade monetária escolhe os instrumentos por meio dos quais irá atingir os objetivos estabelecidos no plano político, previamente, e de-fine suas metas operacionais sem interferência do governo. Dois elementos são relevantes para concretizar a autonomia operacional: o controle independente da taxa de juros de curto prazo ou da taxa de câmbio (esta última, especialmente, para economias relativamente

para países da América Latina. Para análise conjunta dessa modalidade de pesquisa empírica, ver Laurens et al. (2009, p. 6-89), em estudo publicado pelo Fundo Monetário Internacional.

⁴⁷ Inclusive, nessa pesquisa empírica, na tentativa de avaliar a autonomia de bancos centrais em países em desenvolvimento, Cukierman et al. (1992) constroem índice baseado na taxa de rotatividade de presidente dessas autoridades. Há, segundo o mencionado estudo, correlação positiva entre a taxa de rotatividade de presidente de bancos centrais e a taxa média de inflação. No entanto, Jácome (2001) aplicou esse índice especificamente a países da América Latina e encontrou apenas suave correlação. Sturri e De Haan (2001) alegam que essa correlação somente é significante quando países de alta inflação são incluídos na amostra.

⁴⁸ Para análise global de pesquisas empíricas que relacionam o grau de independência de bancos centrais com outras variáveis além da inflação, como crescimento econômico, desemprego e credibilidade, ver Laurens et al. (2009, p. 6-89).

fechadas),⁴⁹ e a existência de proibição ou de limitações jurídicas para o financiamento do governo pelo banco central (Bofinger, 2001, p. 213). No segundo caso, por sua vez, o banco central define metas para a política e escolhe os meios para atingi-la. A autonomia relacionada a fins da política monetária não somente se refere ao objetivo final (estabilidade de preços, nível de emprego, produto interno bruto nominal ou a arbitragem entre eles), como também à independência para definir o horizonte da sua realização, índices concretos de medição, valores-alvo e/ou cláusulas de exceção (Bofinger, 2001, p. 210). Ambos os casos relacionam-se à denominada autonomia econômica da autoridade monetária (Jácome, 2001, p. 8).

Segundo estudo empírico de Laurens et al. (2009, p. 198-201), considerando a amostra de 60 bancos centrais de economias avançadas e emergentes, o Banco Central Europeu, assim como as autoridades monetárias da Inglaterra, da Suíça, da Suécia, da Dinamarca, da Noruega, da Islândia, da Hungria, da Estônia, da Turquia e do Peru atingem os níveis de pontuação mais elevados, em termos de independência econômica (1.00). Os Estados Unidos apresentam nota bastante elevada (0.88), assim como a França, a Bélgica, Luxemburgo, a Áustria, Malta, a República Tcheca, o Canadá, a Venezuela e o Chile. O Brasil aparece com considerável autonomia econômica (0.75), no mesmo nível que Argentina, China e Índia. A Rússia apresenta uma das menores notações, porém considerável (0.38).⁵⁰

O ideal, segundo Blinder (1999), seria que a instituição tivesse autonomia operacional, sendo que os representantes políticos definiriam, previamente, seu objetivo ou meta. Conforme Bernanke et al. (1999), "because ultimately policy objectives in a democracy must reflect the popular will, they should be set by elected officials" (Bernanke et al., 1999, p. 312).

A independência da autoridade monetária também pode ser de natureza política e relacionar-se com a autonomia de diretores e presidente do banco central em relação ao governo e ao setor privado. Haverá independência política se a instituição responsável pela gestão da moeda detiver incontestada autoridade para preencher seu mandato legal.

⁴⁹ A referência feita a economias relativamente fechadas justifica-se como sequência do chamado "triângulo impossível". Livre circulação de capitais, controle da taxa cambial e política monetária independente não são compatíveis em médio e longo prazos.

⁵⁰ Considerando a amostra de 103 países em desenvolvimento (Laurens et al., 2009, p. 202-205), os únicos países que atingem o nível máximo de autonomia econômica, formalmente, são Bolívia, Equador, El Salvador e Nicarágua (1.00).

A avaliação do grau de autonomia política refere-se aos mecanismos jurídicos de nomeação e afastamento de membros da diretoria. De acordo com Jácome (2001, p. 8), a nomeação deveria ter duas fases, de forma a envolver diferentes órgãos no processo (Poder Executivo indígena e Poder Legislativo confirmam), preferencialmente, para mandato superior ao mandato político. Seria importante que as razões para demissão de membros da diretoria, sob requisição do Poder Executivo, fossem taxativamente previstas na legislação. Conforme Jácome (2001, p. 8), a demissão deveria ser examinada e sancionada tanto pela mais alta cúpula do Poder Judiciário como pelo Poder Legislativo, com maior qualificação. A natureza jurídica dos instrumentos, que organizam sua autonomia política, ou seja, o *status* constitucional, legal ou regulamentar dessa organização, também impacta no grau de independência da autoridade monetária. Adicionalmente, a organização coletiva da tomada de decisão, como colegiado ou comitê, pode reduzir o impacto da pressão política (ou de mercado) sobre a entidade.

De acordo com a estimativa empírica elaborada por Laurens et al. (2009, p. 190-194), com base em critérios de independência *de jure*, o Banco Central Europeu, assim como os bancos centrais que compõem o eurosystema, é o mais autônomo politicamente. Considerando amostra de 60 autoridades de países desenvolvidos e emergentes, eles recebem a pontuação máxima da avaliação (1.00),⁵¹ seguidos por Suíça, Suécia, República Tcheca, Hungria, Lituânia e Eslovênia (0.88). O Banco da Inglaterra aparece como um dos menos autônomos dessa amostra, segundo a perspectiva política (0.38), no mesmo nível que a China, ao passo que o Fed atinge pontuação relativamente considerável dessa modalidade de independência (0.63), mesma nota atribuída à Turquia. De acordo com essa avaliação, o Brasil atinge nível médio de autonomia (0.50), assim como Venezuela, Chile e Rússia. O banco central argentino, por sua vez, apresenta pontuação relativamente elevada (0.75) e o Peru, uma das menores notas (0.38). Nesse critério, a Índia apresenta pontuação relativamente baixa (0.25).^{52 53}

⁵¹ Ao contrário da autonomia econômica, os bancos centrais da zona euro são, da perspectiva política da independência, mais homogêneos formalmente.

⁵² Considerando a amostra de 103 países em desenvolvimento (Laurens et al., 2009, p. 194-197), o mais alto grau de independência formal é atingido pelos bancos centrais da Argélia, Bósnia Herzegovina, Macedônia, Mongólia e Tajikistan (1.00). A Colômbia atinge uma das menores pontuações (0.13).

⁵³ Acrescente-se que a autonomia pode referir-se ao seu aspecto financeiro. Dessa forma, relaciona-se à garantia governamental de integridade do capital social do banco central, de não realização de operações quase fiscais e à autonomia da autoridade monetária para a condução de operações de mercado

nota para os critérios exigidos
pontuação de 0,50
Produção Científica

A autonomia política do banco central também se refere ao setor privado e, especialmente, ao mercado financeiro. Ela envolve questões relacionadas ao desenho da política monetária e ao uso de informações extraídas desse setor. Os mercados reúnem informações essenciais para a implementação da política, inclusive sobre sua expectativa futura em relação à variação do poder aquisitivo da moeda. No entanto, eles tendem a "andar em manadas", ter reações exageradas "a quase tudo" e comportar-se de forma "miópe", em horizontes de curto prazo (Blinder, 1999, p. 78; 2004, p. 66). Assim, se bancos centrais esforçarem-se por agradar mercados, "é provável que tacitamente adotem os horizontes extremamente curtos dos mercados como seus próprios" (Blinder, 1999, p. 79).

Por fim, o segundo ponto crucial desse conjunto de ideias, sobre a independência de bancos centrais, refere-se ao que deveria ser o objetivo único ou primordial da gestão da moeda: a estabilidade de preços. Essa meta é compartilhada hoje pela maioria dos bancos centrais como meta única ou prioritária (Laurens et al., 2009, p. 157 e 242).⁵⁴ A experiência dolorosa de alta inflação combinada com estagnação, durante os anos 1970, direcionaram a discussão em torno da política monetária para o objetivo da estabilização. Em tese, a delegação de poderes ao banco central independente é viável politicamente porque sua única ou prioritária meta seria a estabilidade de preços. Dessa forma, afastar-se-ia a necessidade de arbitragem de valores pelo poder político, entidade que tem como função institucional deliberar sobre situações de *trade-offs* inerentes.

1.2 O papel do direito na confiança social do padrão monetário

Contrariamente ao que se acreditava, sobretudo até a década de 1970, a inflação poderia causar perda considerável de bem-estar social e econômico e não sustentaria, no longo prazo, baixo desemprego. Nesse momento, economistas passaram a refletir sobre a importância das expectativas inflacionárias (Amitenbrink, 1999, p. 11; Goodfriend, 2007, p. 50; Mishkin, 2007, p. 6). A gestão dessas expectativas quanto à política futura da autoridade monetária tornou-se elemento central

aberto sem restrições financeiras, utilizando os recursos necessários para cumprir o objetivo final da política de gestão da moeda (Jacome, 2001).

⁵⁴ Laurens et al. (2009, p. 157), em amostra de 163 bancos centrais de 181 países, identificam que 95% deles têm a estabilidade de preços como meta única ou prioritária.

da teoria da moeda (Mishkin, 2007, p. 7).⁵⁵ A arbitragem de longo prazo entre inflação e desemprego passou a ser considerada como inexistente (Mishkin, 2007, p. 5).⁵⁶ Economistas passaram a reconhecer que a estabilidade de preços promovia crescimento sustentável e emprego no longo prazo (Amitenbrink, 1999, p. 11; Mishkin, 2007, p. 5).

Essa "nova" visão econômica parte do pressuposto de que a moeda é neutra. Ela seria externa, portanto, ao mundo produtivo, não exerceria efeito durável sobre os preços relativos de bens e ativos, e sua oferta seria exógena (Aglietta, 2011, p. 195). O banco central deveria ser independente de outras instituições políticas e garantir precipuamente a estabilidade de preços, de maneira a promover a integridade desse bem público e sustentar que a oferta da moeda não interferiria na economia real, no longo prazo.

A integridade do padrão monetário relaciona-se com o bom desempenho de suas funções na economia. Precisamente, a moeda deve ser capaz de realizar suas três atribuições principais, enquanto meio geral de troca e de pagamento, unidade de conta e reserva de valor. Como meio geral de troca, a moeda é o ativo mais líquido da economia, sendo trocada por qualquer outro bem na sociedade. Da perspectiva jurídica, ela é o meio geral de pagamento e tem o poder jurídico liberatório, ou seja, sua entrega libera o devedor de obrigações pecuniárias.⁵⁷

⁵⁵ Conforme Mishkin (2007), "the recognition that the management of expectations is a central element in monetary policymaking raises to the forefront the credibility of monetary policy authorities to do what they say they will do. It does not diminish, however, the importance of actions by the monetary authorities because 'actions speak louder than words'; monetary authorities will be believed only if they take the actions consistent within how they want expectations to be managed" (Mishkin, 2007, p. 7).

⁵⁶ O antigo dilema entre inflação e desemprego foi, inicialmente, formulado pelo economista A. W. Phillips, na década de 1950. A conhecida curva de Phillips identifica, no curto prazo, arbitragem possível entre a taxa média de desemprego e a taxa média de inflação. Para explicação bastante didática desse *trade-off*, consultar Stiglitz e Walsh (2004, p. 833-834).

⁵⁷ Adota-se o posicionamento de que a moeda como meio geral de troca pressupõe sua adoção pelo sistema jurídico monetário enquanto meio geral de pagamento. A integridade do padrão monetário, utilizado pelo Estado soberano, pressupõe que suas funções econômica e jurídica coincidam. Do contrário, não se trataria do sistema monetário oficial, mas sim de sistema paralelo, criado possivelmente em decorrência da desconfiância da moeda nacional. No entanto, para Cortez (2004), a função de meio geral de pagamento transcende a mera relação de troca. Segundo o mencionado autor, "no exercício dessa função (meio geral de pagamento), a moeda supera os limites do domínio econômico, e passa a ser um instrumento fundamental para o funcionamento tanto do sistema político quanto do jurídico" (Cortez, 2004, p. 59-60). Moreira

Weber (2000) afirma que as trocas econômicas orientam-se tanto pela "validade formal" do meio de pagamento (sua instituição por norma jurídica) como por sua "validade material", ou seja, por sua aceitação por outros agentes econômicos.⁵⁹ Ter confiança na moeda é acreditar que outros irão aceitar as regras segundo as quais devem liquidar suas obrigações pecuniárias. Segundo Aglietta e Cartelier (1998, p. 144), a confiança reside não somente em regras fundamentais da economia de mercado, mas também em representações e atitudes sociais, que não se reduzem ao comportamento econômico.

Este estudo não se propõe a reconstruir os modelos explicativos sobre a origem da moeda,⁶⁰ mas apenas a apontar o fundamento da confiança como um dos argumentos centrais para a reforma institucional de bancos centrais, em um sistema autorreferencial. A credibilidade de bancos centrais autônomos seria um dos fatores que reforçariam a confiança na estabilidade da moeda. Para Aglietta (1991, p. 45), a independência do banco central passa a ser o mito fundador da legitimidade e, portanto, da confiança na moeda, no momento em que a crença na conversibilidade em um instrumento de valor intrínseco é abolida.⁶¹

A confiança na moeda é, portanto, sustentada por nova crença. A lógica da comunicação de bancos centrais*, para sustentar a adesão ao regime monetário pelo qual são responsáveis, passa por um discurso de interesse público e pela criação do espaço institucional em que todos os interesses privados podem ser conciliados (Aglietta e Cartelier, 1998, p. 142). Trata-se da crença de que bancos centrais agem de forma a gerir a moeda em benefício de todos, porque ela tem *status* de prin-

⁵⁹ Conforme Weber (2000), "denominamos meio de troca um objeto material de troca, na medida em que sua aceitação esteja orientada, a princípio, primariamente por determinada expectativa do aceitante, que consiste na probabilidade duradoura – isto é, considerando-se o futuro – de trocá-lo, numa proporção que corresponde a seu interesse, por outros bens, seja por bens de qualquer espécie (meio de troca geral), seja por bens determinados (meio de troca específico). A probabilidade de sua aceitação, numa proporção calculável, em trocas de outros bens (especificamente indicáveis) denominamos validade material do meio de troca, em relação àqueles outros bens; e seu emprego em si, de validade formal" (Weber, 2000, p. 113).

⁶⁰ Para reconstrução teórica e didática sobre esses modelos, ver Cortez (2004, p. 65-86).

⁶¹ O mesmo argumento aparece em outra obra do autor: "la légitimation de l'institution monétaire passe aujourd'hui, à tort ou à raison, par un transfert de souveraineté dont la norme de l'indépendance des banques centrales est l'aspect plus spectaculaire" (Aglietta e Cartelier, 1998, p. 132).

Como unidade de conta, a moeda denomina obrigações jurídicas e serve como padrão geral de valor. Ainda, enquanto reserva de valor, a moeda é capaz de transferir seu poder de compra no tempo e servir como instrumento de pagamento para obrigações diferidas.

A moeda é fenômeno social regulado pelo direito. A institucionalização das relações monetárias entre indivíduos e a designação da unidade monetária pelo Estado soberano são criações do sistema jurídico. Portanto, pode-se afirmar que a moeda é uma construção propriamente jurídica (Cortez, 2004, p. 107). A moeda é um sistema de regras (Aglietta, 1991). No entanto, ainda que seja o direito estatal (ou supranacional, no caso europeu) o responsável por instituir o sistema monetário, a prática e a confiança sociais são as responsáveis por consagrar o sistema como tal.

A norma jurídica pode qualificar determinado instrumento enquanto padrão monetário; porém, se não houver confiança social, essa norma pode não ter a eficácia pretendida. É o que ocorre em processos hiperinflacionários. No limite, pode haver recusa pela sociedade da moeda de curso legal.⁶² Nas palavras de Faria,

[...] as normas e as leis costumam ser eficazes quando encontram na realidade por elas reguladas as condições sociais, econômicas, políticas, culturais e ideológicas e até mesmo antropológicas para o seu *enforcement*, para o seu reconhecimento, para sua aceitação e para o seu cumprimento por parte dos destinatários (Faria, 1999, p. 124).

Neto (1994), por sua vez, não faz distinção entre moeda como meio geral de troca e como meio geral de pagamento. Em suas palavras, "enquanto meio geral de troca, a moeda é meio de pagamento, dotada de poder liberatório de quaisquer dívidas, tanto no sistema de curso legal [...], que admite sua convertibilidade vinculada a qualquer outro bem, como ouro, prata, etc., como no sistema de curso forçado [...], que determina sua inconvertibilidade e, em consequência, torna sua aceitação obrigatória, como único meio liberatório possível sob uma ordem jurídica" (Moreira Neto, 1994, p. 8).

⁶² Nas palavras de Cortez (2004), "a confiança da população na moeda nacional é, portanto, a circunstância sociológica necessária para que o Estado consiga garantir a eficácia da norma jurídica que impõe o curso legal da moeda estatal e, de maneira geral, instituir uma ordem monetária que seja fundada no seu poder soberano" (Cortez, 2004, p. 124-125). Aglietta e Orléan (1984), ao se referirem a processos hiperinflacionários, traduzem o sentido da crise monetária como "non pas un excès quantitatif de la monnaie mais un affaiblissement de la souveraineté monétaire, une perte de la capacité de coordination des relations privées" (Aglietta e Orléan, 1984, p. 8).

seria o fator relevante para garantir a independência *de facto* de bancos centrais.⁶⁵

Orléan (2008, p. 34-35) desenvolve o segundo argumento de que o poder dos bancos centrais, fundado na confiança monetária, não deve nada à legalidade, mas somente à convicção compartilhada por agentes econômicos.⁶⁶ No entanto, uma crítica pode ser construída em relação a esse raciocínio.

O papel do direito é garantir expectativas normativas, e ele pode ser instrumento relevante para estabilizar essas expectativas em relação à autonomia da condução da política monetária. O direito poderia, portanto, consagrar essa crença coletiva como objeto de proteção jurídica e servir como ancoragem institucional à confiança na estabilidade do padrão monetário, ao sustentar formalmente a independência de bancos centrais. Nessa perspectiva, o direito contribui por construir a legitimidade do tipo legal-racional dessa convicção, concedendo título de natureza jurídica à autonomia desse poder. O direito instrumentaliza a ação política e a legítima.

table du pouvoir des banques centrales. C'est sur elle que les banques centrales prennent appui pour contraindre le pouvoir politique, et non sur leur indépendance statutaire" (Orléan, 2008, p. 34-35).

Essa reflexão é especialmente interessante para o caso brasileiro. Como se verá na segunda parte deste trabalho, ao contrário da "receita técnica" (independência legal para garantir credibilidade e, como consequência, estabilidade e confiança no padrão monetário), o caso brasileiro resitiuiu, por meio de plano econômico de estabilização conduzido pelo Poder Executivo, a confiança na moeda e, em seguida, garantiu a independência *de facto* da implementação da política monetária pelo banco central. Ainda que outros fatores tenham concorrido para manter a confiança no padrão monetário nos últimos anos, o funcionamento independente do Bacen passou, de um modo geral, a ser respeitado por políticos. Mesmo que se possa argumentar que eles poderiam tirar dividendos dessa autonomia, evitando responsabilizar-se por momentos impopulares de arrocho monetário, os políticos tenderam a respeitar a autonomia do banco central brasileiro. O melhor exemplo desse comportamento é o fato de que o antigo presidente do Bacen, Henrique Meirelles, permaneceu no poder por oito anos de dois mandatos do Presidente Lula, mesmo após sofrer duras críticas de setores importantes da economia em relação aos juros altos, e foi o primeiro presidente da história do banco central brasileiro a permanecer por tanto tempo no cargo. Ver entrevista concedida por Henrique Meirelles, ao jornal *O Globo*, intitulada Henrique Meirelles: "Lula honrou a autonomia", de 19 dezembro de 2010, disponível em: <http://oglobo.globo.com>.

Em suas palavras, "la confiance en la monnaie [...] est la source véritable du pouvoir des banques centrales. [...] C'est là un pouvoir qui ne doit rien à la légalité et qui doit tout à la conviction partagée des acteurs économiques" (Orléan, 2008, p. 34-35).

cípio geral e de fundação da coesão social (Aglietta e Orléan, 1984).⁶² O discurso político da autonomia de bancos centrais é o modo de legitimação da política monetária em um contexto histórico particular: a inconvertibilidade de moedas em instrumentos de valor intrínseco. A ancoragem formal, fundada em declaração oficial de preço em diferentes unidades monetárias nacionais de certa quantidade de metal, é substituída pela ancoragem institucional, ou seja, pela separação do poder monetário e do poder político na figura do banco central independente (Aglietta e Cartelier, 1998, p. 152).

É a lógica da legitimidade da imparcialidade, fundada na autonomia da autoridade pública, e da implementação da ideia de generalidade negativa, tal como construída teoricamente por Rosanvallon (2008). Em outras palavras, trata-se de um poder institucional (banco central independente), que é separado da luta de particularidades reservada à esfera do poder político, e é caracterizado por sua distância racional-técnica (Rosanvallon, 2008, p. 17). A generalidade negativa, implementada segundo a legitimidade da imparcialidade, tem uma variável estrutural de suporte (a independência institucional em relação ao poder político) e uma variável de comportamento (a manutenção da distância racional-técnica e do equilíbrio decorrente da imparcialidade).⁶³

No entanto, Orléan (2008) chama a atenção para o fato de que a independência formal-legal poderia ser contraproduitiva se eleita como um objetivo em si. Segundo o autor (Orléan, 2008, p. 34-35), é a confiança social na moeda que enfrenta a manipulação política da sua oferta e seria ela a verdadeira fonte de poder dos bancos centrais, e não a independência legal da instituição. O verdadeiro poder de bancos centrais, portanto, reside em sua aptidão em ser o porta-voz de crenças monetárias coletivas.⁶⁴ Em outras palavras, a confiança social na moeda

⁶² Para Aglietta e Orléan (1984), a moeda é o modo de coesão social da economia de mercado e um princípio da soberania – e não um princípio econômico, uma vez que ela precisa ser fundada para que possa tratar de relações econômicas. A teoria monetária é uma teoria da soberania, porque ela define uma lógica específica de relações sociais, particularmente de dominação, de efeitos assimétricos (Aglietta e Orléan, 1984, p. 4).

⁶³ A temática da legitimidade será explorada nas próximas seções.

⁶⁴ Em suas palavras (Orléan, 2008), a independência de bancos centrais "trouve son fondement le plus solide dans leur aptitude à être les porte-voix fidèles des croyances monétaires collectives [...] a contrario, mettre en avant l'indépendance juridique peut s'avérer grandement contre-productif dès lors que cet aspect est promu au rang d'objectif en soi" (Orléan, 2008, p. 19). E, mais adiante, "la confiance en la monnaie est ce qui échappe à la manipulation politique, ce qui lui fait face. C'est cette confiance qui est la source véri-

Ademais, o direito não é externo, tampouco neutro, em relação ao comportamento dos agentes econômicos. Como discurso simbólico, pode interferir no contexto social e reforçar a crença compartilhada por esses agentes. A institucionalização dessa crença pelo direito pode transmitir o seu poder no tempo, vincular gerações futuras e conceder relativa perenidade a essa convicção coletiva, que pode ser relevante para superar momentos de crise. Como identifica Elster (1994), indivíduos e coletividades podem escolher limitar, pelo direito, seu campo de ação no futuro por duas razões principais. Em primeiro lugar, porque eles reconhecem que, em determinadas (e incertas) circunstâncias, suas paixões podem substituir seu julgamento racional, e, em segundo lugar, porque reconhecem que estão submetidos à inconsistência temporal (e podem, dessa forma, escolher delegar a tomada de decisão a formuladores de política pública independentes, que tenham proteção legal).⁶⁷

Além disso, não se pode reduzir a concepção de juridicidade à legislação propriamente dita e, portanto, aquela que cria a independência formal do banco central em relação ao governo por constituição, lei ou tratado (*hard law*). Regras mais flexíveis também podem assegurar a independência operacional de uma autoridade monetária.

Em outras palavras, o direito não é somente legislação. A juridicidade pode estar presente em regras mais *soft*. A dinâmica da legalidade e do discurso jurídico ultrapassa o mero raciocínio sobre o direito posto pela legislação, confeccionada pelo Poder Legislativo. No entanto, é importante ressaltar, e, dessa forma, concordar com Orléan (2008), que seria ideal, no mais alto grau possível, existir congruência entre direito e aspirações sociais, principalmente porque o processo de legalização alcança aspectos relacionados à eficácia da norma jurídica e à sua legitimidade.

Seção 2 Direito e a complexidade crescente da gestão da moeda por bancos centrais

Para controlar a expansão da base monetária⁶⁸ na economia, bancos centrais dispõem de três instrumentos principais de gestão da moeda: reservas obrigatórias, operações de mercado aberto (*open-*

⁶⁷ A questão de como manter a atuação dessas autoridades independentes consistentes com seu mandato legal está relacionada com a *accountability* e será explorada na segunda parte deste trabalho.

⁶⁸ A base monetária compreende a soma de dois itens essenciais do balanço de bancos centrais: as notas em circulação e as contas de reserva de instituições financeiras, depositadas no banco central.

-*market operations*) e taxa de desconto. O objetivo desta seção é apresentar os instrumentos de política monetária e problematizar a complexidade de sua manipulação.

2.1 Política monetária e discurso da transparência como eficiência

O primeiro instrumento de política (reservas obrigatórias ou depósito compulsório) foi historicamente o principal para a gestão da expansão de agregados monetários.⁶⁹ A definição dos agregados, sob controle da autoridade monetária no que diz respeito à política de reservas obrigatórias, é matéria de discricionariedade do banco central. Trata-se da imposição (ou de alterações) na proporção de reservas, constituídas pelas instituições financeiras, contra determinados depósitos, definidos pela autoridade monetária. Essas proporções podem variar entre 0% e 100%, ainda que, normalmente, elas estejam entre 0% e 20% (Handa, 2009, p. 346). Nos países ou regiões em que o mercado financeiro não é particularmente desenvolvido, esse instrumento passa a ter especial relevância. Ele também pode ser combinado com operações de mercado aberto. Atualmente, os depósitos compulsórios são utilizados principalmente para facilitar as condições de liquidez do mercado monetário e determinar a demanda, estável por reservas, ambos no intuito de contribuir para a estabilidade das taxas de juros de curto prazo (Bindseil, 2004, p. 234). A política de reservas obrigatórias é a que mais claramente tem caráter normativo, pois cria obrigações jurídicas a agentes de mercado (*rule-based instrument*), ao passo que as operações de mercado aberto (*market-based instrument*) baseiam-se sobretudo em estrutura de incentivos, a partir da manipulação da taxa de juros pela autoridade monetária.

As operações de mercado aberto são operações de compra (ou venda) de títulos pelo banco central, o que resulta no aumento (ou no decréscimo) da base monetária. Normalmente, essas operações são realizadas por autoridades monetárias em países ou regiões cujo mercado financeiro seja desenvolvido e uma quantidade extensa de dívida pública, representada por esses títulos, seja negociada (Handa, 2009, p. 345). Usualmente, essas operações são compromissadas, ou seja, há compromisso de recompra do ativo subjacente em data futura (geralmente, no dia útil seguinte). Economistas recomendam que essa ope-

⁶⁹ Os agregados monetários compreendem a moeda, propriamente dita ("M1": notas em circulação e depósitos à vista – moeda escritural), assim como as "quase moedas", que têm certa liquidez ("M2": depósitos em poupança e a prazo, fundos, contas de depósito no mercado monetário etc.).

ração seja compromissada de forma que o ativo subjacente não gere efeitos no mercado e, portanto, não constranja a autoridade monetária a refletir constantemente sobre qual papel ou título negociar (Bindseil, 2004, p. 351).⁷⁰ Atualmente, esse é o principal instrumento de política monetária, especialmente para os bancos centrais que compõem a pesquisa empírica desta tese.

O instrumento da taxa de desconto ou taxa bancária (*discount/bank rate*), por sua vez, tem o poder de determinar, direta ou indiretamente, a taxa de juros na economia. As taxas de juros são influenciadas pela taxa de desconto pela qual bancos centrais emprestam a bancos e outros intermediários financeiros e pela taxa do *overnight*⁷¹ para reservas. A autoridade monetária, ao definir ou alterar a taxa de desconto, indica a sua vontade em deixar instituições financeiras determinarem a extensão do empréstimo com o banco central e, assim, interferirem na base monetária. Ao almejar a taxa de *overnight*, a autoridade irá influenciar a taxa praticada de empréstimos entre bancos comerciais, no interbancário (Handa, 2009, p. 348). Tomar recursos de bancos centrais a determinada taxa de desconto está associado também à ideia de autoridades monetárias agindo como prestamistas de última instância. A "janela de desconto" (*discount window*) serve como "válvula de segurança" (Handa, 2009, p. 350) para a estabilidade do sistema financeiro, uma vez que permite o acesso a empréstimos de bancos centrais por instituições financeiras individuais, que têm dificuldades ou estão incapazes de emprestar de outras instituições.

Atualmente, a taxa interbancária de curto prazo (*short-term inter-bank rate*) é a principal meta operacional da política monetária de bancos centrais, e ela é atingida, principalmente, por meio de operações de mercado aberto.⁷² Entre as taxas de curto prazo, a escolha

⁷⁰ De acordo com Bindseil (2004), "outright market operations should be used only for structural liquidity provision" (Bindseil, 2004, p. 251).

⁷¹ Trata-se da taxa de juros de um dia útil (multiplicada por trinta, por convenção de mercado), por meio da qual bancos podem acessar financiamento de curto prazo a partir de depósitos do banco central.

⁷² Para análise da mudança de abordagem relacionada à meta operacional da política monetária (da meta quantitativa de agregados monetários para a meta da taxa de juros), ver Bindseil (2004, p. 234-253). Outro instrumento relacionado à manipulação da taxa de juros enquanto meta operacional da política monetária, que tem sido utilizado por alguns bancos centrais, como o BCE e o Banco da Inglaterra, são as *standing facilities*. Trata-se do conjunto de depósitos ou de instrumentos de empréstimo, que instituições financeiras podem acessar para ajustar suas necessidades inesperadas de liquidez no *overnight*. Entretanto, seu uso como recurso estrutural, segundo economis-

institucional tem sido pela taxa do *overnight*, que é a mais diretamente controlada pela autoridade monetária. A taxa de curto prazo e as expectativas em relação à sua futura evolução constituem indicador da postura da política monetária, no sentido de que contém toda a informação relevante em apenas um único número (Bindseil, 2004, p. 249). Economistas prescrevem que bancos centrais deveriam publicar imediatamente decisões relativas à taxa-alvo, de modo que sua comunicação reduza incerteza e evite a possibilidade de bancos tentarem inferir informações sobre a política monetária a partir das operações de mercado aberto (Bindseil, 2004).

Em complemento a esse modelo operacional, diversos países têm adotado o denominado sistema de metas de inflação. O sistema de metas inflacionárias é a moldura para a política monetária caracterizada pelo anúncio público e oficial de uma meta quantitativa para a taxa de inflação ou intervalo correspondente, a ser cumprida em determinado espaço temporal, e revela o reconhecimento de que inflação baixa e estável é o objetivo prioritário de longo prazo da política monetária (Bernanke et al., 1999).⁷³ Para atingir esse objetivo, o banco central, por meio de operações de mercado aberto e pela manipulação da taxa de juros de curto prazo, busca atender àquela meta de inflação, no médio ou no longo prazo, dependendo do desenho do sistema em que atua. Nesse sentido, há compromisso com uma âncora nominal, qual seja, a meta inflacionária.

A Nova Zelândia foi o primeiro país a adotar explicitamente esse sistema, em 1990, seguida por Canadá (1991), Israel (1991), Reino Unido (1992), Suécia (1993), Finlândia (1993), Austrália (1993) e Espanha (1994). O Brasil passou a empregá-lo em 1999, por meio de decreto do Poder Executivo, inspirado pelo sistema de metas criado para o Banco da Inglaterra (Bogdanski, Tombini e Werlang, 2000). O Banco Central Europeu, por decisão de seu próprio conselho, explicitamente passou a determinar uma meta inflacionária a partir de 1999.⁷⁴ O Fed adotou explicitamente uma meta de inflação somente em 2012, apesar

tas, não é recomendado enquanto instrumento de política monetária (Bindseil, 2004, p. 251).

⁷³ Nas palavras de Bernanke et al. (1999), "inflation targeting is a framework for monetary policy characterised by the public announcement of official quantitative (or target ranges) for the inflation rate over one or more time horizons, and by explicit acknowledgement that low, stable inflation is monetary policy's primary long-run goal" (Bernanke et al., 1999, p. 4).

⁷⁴ Ainda que o sistema de metas inflacionárias europeu seja considerado híbrido, pois ele também monitora a evolução da taxa de agregados monetários na implementação da política monetária (Goodfriend, 2007, p. 56).

de seu atual presidente ter sido, na academia, defensor desse modelo de política.⁷⁵ Entretanto, ele tem recorrido, desde a presidência de Alan Greenspan, implicitamente ao sistema de metas de inflação (Goodfriend, 2007).⁷⁶

A complexidade desse modelo de política monetária está na sua implementação. No período histórico correspondente ao padrão-ouro (1873-1914), as ações de bancos centrais eram mais facilmente controladas por poderes políticos. A preocupação da autoridade monetária estava dirigida à manutenção da estabilidade da conversão monetária em objetos de valor intrínseco, e a limitação jurídica de emissão de papel-moeda era a regra central de supervisão do sistema. No período pós-guerras, bancos centrais passaram a integrar o governo e assumiram objetivos econômicos múltiplos. Da perspectiva cambial, o acordo de Bretton Woods instaurou o padrão dólar-ouro, que teve seu fim na década de 1970. Durante esse período histórico, a racionalidade de bancos centrais passou a se concentrar sobretudo na avaliação da expansão dos agregados monetários (informação passada) para decidir pelo aumento ou decréscimo de reservas obrigatórias (controle direto da expansão da base monetária), reduzindo a complexidade do processo econômico a uma abordagem "heurística, rápida e frugal" (Bofinger, 2001, p. 262) e, consequentemente, de mais simples monitoramento pelos poderes políticos (ainda que relativamente mais complexa que o padrão-ouro).⁷⁷ Esse método operacional de intervenção era sobretudo quantitativo, ou seja, o foco estava no controle da evolução do "estoque" de agregados e do multiplicador monetário.⁷⁸ Na

⁷⁵ Ver notícia publicada pela Reuters (Chicago), em 22 de junho de 2011, intitulada "Fed inflation-targeting 'not imminent': Bernanke" (disponível em: <http://www.reuters.com>).

⁷⁶ Nas palavras de Handa (2009), "[...] the Fed does not set explicit targets for the rate of inflation, though its pursuit of low rate of inflation consistent with price stability is not in doubt and is often asserted by the chairman of the Board of Governors of the Fed. Taylor (1993) argued that the Fed had effectively moved to a monetary policy rule [...] incorporating inflation targeting" (Handa, 2009, p. 344). Para o estudo empírico mencionado pelo autor, que ficou conhecido como a "regra de Taylor", ver Taylor (1993).

⁷⁷ Especialmente, no caso do Fed, durante os anos 1970, a liquidez do mercado monetário norte-americano permitia o uso da taxa de juros de curto prazo, em operações de mercado aberto, como meio para se atingir determinado nível de agregados monetários.

⁷⁸ O multiplicador monetário foi elaborado teoricamente por Phillips, em 1920. Ele representa o poder de bancos comerciais criarem moeda, a partir da atividade de intermediação financeira. Seu valor depende essencialmente de duas

época, essa abordagem foi influenciada fortemente pelo monetarismo de Milton Friedman.⁷⁹

O objetivo intermediário da política monetária, no entanto, mudou de forma acentuada a partir do início dos anos 1990. O método operacional transformou-se: da interferência direta sobre o "estoque" monetário para o controle indireto, por meio da manipulação da taxa de juros. A intervenção passou a concentrar-se na influência sobre o custo da moeda no sistema bancário, no longo prazo, a partir da manipulação da taxa de juros, no curto prazo. A taxa de juros de curto prazo passa a ser, portanto, a meta operacional. Com a crescente complexificação de mercados financeiros e dos ativos negociados nesse ambiente, a preocupação deixa gradualmente de se dirigir ao "estoque" de agregados monetários (abordagem quantitativa), que têm sua liquidez, cada vez mais, de difícil avaliação. O foco passa a ser a evolução da inflação, avaliada por meio de indicadores.

A implementação da política monetária baseada, explícita ou implicitamente, no sistema de metas de inflação traz iniciais complexidade para o processo decisório da autoridade monetária. A "abordagem eclética" (Bofinger, 2001, p. 262), em que se fundamenta, implica analisar diversas variáveis econômicas e manipular a taxa de juros conforme. O sistema de metas de inflação requer a comparação entre o valor referência-alvo (que é, normalmente, explícito e determinado) e a projeção futura da inflação, que é extremamente complexa e de difícil análise pelo público (sociedade e poderes políticos). Sua complexidade advém do fato de que a decisão, pelo aumento ou decréscimo da taxa de juros básica e do quanto será essa variação, é tomada com base na análise de projeções futuras condicionais para a inflação (ou seja, mantendo-se a taxa de juros básica anterior), que não pode ser extraída mecanicamente de determinado modelo macroeconômico adotado pela autoridade monetária. Ao contrário, essa decisão recorre a uma série de informações e variáveis econômicas, quantitativas ou qualitativas, reais ou monetárias, às quais são atribuídos pelo banco central pesos e medidas diferentes, e que são dificilmente controláveis pelo público. Para Bofinger (2001), o desenho de metas de inflação não é uma abordagem completamente transparente no que se refere à realização dos objeti-

variáveis: a taxa de reservas obrigatórias (controlada diretamente pelo banco central) e voluntárias (determinada por instituições financeiras).

⁷⁹ Nas palavras de Bindseil, "The US was the central bank most 'vulnerable' to ideas coming from academia, such as the reserve position doctrine supported by popular economists like Keynes and Friedman, according to which open market operations affect money directly via the multiplier" (Bindseil, 2004, p. 233).

MÉTAS + ADJUST COMPENS O

vos finais da política monetária. Embora tenha sido considerado comu- mente como uma "regra", que facilita a política monetária de estabili- zação de preços, ele é, de fato, "pura discricionariedade" (Bofinger, 2001, p. 265).⁸⁰ Entretanto, é preciso reconhecer que esse desenho tem seu mérito: indicar determinada meta de inflação pública (se o sistema é adotado explicitamente), que serve como referência para avaliação do desempenho de bancos centrais.

Atualmente, pode-se observar uma convergência global quanto ao desenho operacional da política monetária. As principais característi- ças dessa aproximação são as seguintes: (i) o processo decisório passa a ser sobretudo coletivo, organizado em colegiados ou comitês, em vez de decisões individuais (Blinder, 2004); (ii) a meta operacional quan- titativa monetária (controle da expansão dos agregados monetários)⁸¹ é substituída por uma meta de inflação e perseguida, principalmente, pela manipulação e comunicação da taxa de juros de curto prazo, como principal instrumento (Goodfriend, 2007; Begg, 2009); (iii) a política passa a ser formulada com base em projeções futuras (*forecast-ba- sed*), sobrepondo-se ao modelo de política baseado em *feedback* (Begg, 2009); (iv) no sistema político, a política de estabilização passa a estar

⁸⁰ Taylor (1993) buscou formular uma equação para a meta operacional da taxa de juros. A regra de Taylor (1993, p. 202) prescreve a manutenção da taxa de juros de curto prazo constante como política monetária neutra, assim como indica a necessidade de sobre taxa (ou desconto) se a inflação está acima (ou abaixo) da meta. Entretanto, o próprio autor reconhece a dificuldade para a elaboração de fórmula algébrica que seja funcional para a autoridade monetária. Segundo ele, "[...] interpreting whether a rise in the price level is tempo- rary or permanent is likely to require looking at several measures of prices [...]. Looking at expectations of inflation as measured by future markets, the term structure of interest rates, surveys, or forecasts from other analysts, is also likely to be helpful. Interpreting the level and the growth rate of the economy's potential output - which frequently is a factor in policy rule - in- volves prediction about productivity, labor-force participation, and changes in the natural rate of unemployment. While the analysis of these issues can be aided by quantitative methods, it is difficult to formulate them into a precise algebraic formula" (Taylor, 1993, p. 197). Para análise crítica dessa regra, ver Bofinger (2001, p. 268-274). Para Mishkin (2007), "although the Taylor prin- ciple is a necessary condition for good monetary policy outcomes, it is not sufficient. Central bankers require knowledge about how much difference the Taylor principle makes to monetary policy outcomes. They also require an understanding of how much greater than one the response of nominal inte- rest rates should be to increases in inflation and also need to know how the policy rate should respond to other variables" (Mishkin, 2007, p. 17).

⁸¹ Para análise detalhada da meta quantitativa de agregados monetários, ver

em primeiro plano e a política fiscal deve adaptar-se a ela (Goodhart, 2002; Goodfriend, 2007);⁸² e (v) a estabilidade monetária passa a ser considerada bem público, uma vez que a inflação seria "reconhecida- mente" fenômeno que provoca perda de bem-estar social (Begg, 2009; Sola et al., 2002).

No entanto, os críticos desse movimento de convergência global destacam que o debate político e acadêmico tem se concentrado sobre- tudo no "como" da gestão da moeda, mais do que no "por quem" e no "porquê" ela é implementada (Begg, 2009).⁸³ Adentais, alega-se que a delegação de poderes monetários a bancos centrais foi realizada sem muita oposição e com debate relativamente restrito. No tocante à polí- tica baseada em projeções inflacionárias futuras, esse modelo deman- da julgamento e ponderação pela autoridade monetária, o que exige, em contrapartida, mais transparência na seleção de dados, na justifica- tiva da escolha de fatos relevantes, sua interpretação e explicação de decisões. Adicionalmente, a atenção pública dirigida, em primeiro lu- gar, à política de estabilização de preços e a negligência à política de estabilidade financeira por bancos centrais podem ter sido a causa da crise econômica de 2008.⁸⁴ Essa última crítica é especialmente sensível para a União Europeia, cuja zona monetária (zona euro) não corres- ponde à zona do mercado financeiro europeu, sob competência institu- cional do banco central (Eichengreen, 2009).

Uma vez dado o objetivo de estabilidade de preços ao banco cen- tral, o ônus de enfrentar desequilíbrios internos ou externos, com efei- tos sobre as taxas de câmbio ou de juros, é essencialmente um proble- ma de política fiscal. Isso mostra que a política monetária não está completamente isenta de *trade-offs*, a despeito do seu único ou priori- tário objetivo (Goodhart, 2002, p. 100). Nesse sentido, a questão posta por Goodhart (2002, p. 100) é especialmente relevante: "how far would the public have wanted to enjoy lower exchange rates and interest ra- tes in recent years if the quid pro quo for doing so was lower public expenditure or higher taxes?". Os movimentos sociais de protesto con- tra as políticas de rigor fiscal nos países europeus, especialmente na

fiscal vs monet

⁸² Nas palavras de Goodhart (2002), "in previous decades fiscal policy was first mover and monetary policy had the compositional role. Now the responsibi- lities have just been reversed, but coordination remains no more difficult or problematical than it ever was" (Goodhart, 2002, p. 100). Importante mencio- nar que a prevalência da política monetária de estabilização em relação à polí- tica fiscal ocorreu em tempos de normalidade, nas últimas décadas. Como se verá na segunda parte deste trabalho, em tempos de crise, essa relação pare- ce ter se invertido.

⁸³ Esse debate será retomado na segunda parte deste estudo.

Espanha e na Grécia, entre 2011 e 2012, parecem revelar a difícil resposta a essa questão.

No que se refere ao movimento de convergência do *modus operandi* da política monetária, interessa particularmente o discurso da importância da comunicação e da transparência das ações de autoridades monetárias.⁸⁴ Mais precisamente, a atenção deste estudo está voltada à relevância da difusão da meta de inflação, de relatórios com análise de sua projeção futura, da meta operacional de taxa de juros de curto prazo (estratégia da política) e das respectivas atas de reunião ou de registro de votos de membros do conselho. Esse novo desenhado operacional da política monetária traz o que seria um segundo pilar para gestão da moeda. Além da independência, a transparência tem sido considerada um dos elementos centrais para a eficiência da implementação da política monetária por bancos centrais (Laurens et al., 2009).

A ausência de ancoragem para a taxa de câmbio, como era o desenhado do sistema monetário internacional no padrão-ouro e no dólar-ouro, elimina o mecanismo de controle das medidas tomadas no âmbito da burocracia do banco central, e a transparência, na condução política monetária, passa a ser sua contrapartida. Especialmente para países com antecedentes inflacionários, a prova da mais alta transparência passa a ser garantia de credibilidade (Dincer e Eichengreen, 2007).

No discurso econômico, esse movimento em direção à maior transparência tem como objetivo garantir precipuamente a eficiência da política monetária. A preocupação com a comunicação de mercado volta-se à antecipação do comportamento dos agentes para a formação de preços (as taxas de juros) e, portanto, à sua expectativa inflacionária. O banco central pode antecipar as reações de mercado porque o mercado pode melhor antecipar as reações da autoridade monetária (Blinder, 2004, p. 12). Assim, os ajustes econômicos far-se-ão mais facilmente na medida em que os agentes de mercado conseguem prever, com mais exatidão, as trajetórias temporais das variáveis que lhes interessam, divulgadas por bancos centrais (Dincer e Eichengreen, 2007).

⁸⁴ De acordo com Sorel (2006), "l'impression est que certains axes sont devenus incontournables, quelle que soit l'entité qui les promeut, et servent de plus en plus de langage universel. L'axe 'transparence - démarche prudentielle - processus d'évaluation' s'impose d'emblée comme une obligation dans la démarche des organisations à vocation financière en ce début de XXI^e siècle. Il permet aussi d'illustrer le processus de standardisation à l'œuvre dans la sphère financière et est en ce sens un révélateur d'un modèle normatif prometteur" (Sorel, 2006, p. 500).

Isso parece configurar uma mudança significativa no *modus operandi* da política monetária – da “cultura de segredo” e da misteriosa arte do *central banking* para a transparência enquanto instrumento de gestão da moeda. O mistério e o segredo do desempenho da burocracia foram substituídos pela abertura de informações quanto a métodos, objetivos e processo decisório (Blinder, 2004).

Conforme Laurens et al. (2009), a relação entre independência de bancos centrais e transparência é bastante forte: a delegação de poderes (e a consequente perda, pelos poderes políticos, do controle direto da política de gestão da moeda) somente é viável se o monitoramento da autoridade monetária é feito com base em informações sobre seu desempenho. O banco central também está sujeito ao problema da inconsistência temporal e pode usar o “segredo” para ter vantagens no curto prazo. Dincer e Eichengreen (2007), por sua vez, entendem que a autonomia pode incentivar as autoridades monetárias a divulgarem, por iniciativa própria, informações sobre suas operações para garantir a manutenção do seu *status* de independência em relação aos poderes políticos.

De acordo com o código de boas práticas em política monetária, elaborado conjuntamente pelo FMI e pelo BCJ, a transparência refere-se ao ambiente em que objetivos da política monetária, seu enquadramento legal, institucional e econômico, decisões e sua racionalidade, dados e informações, e os termos em que a autoridade é responsabilizada por essas decisões (*accountability*), são fornecidos ao público de forma “compreensível, acessível e em tempo hábil” (IMF, 1999).

Para Blinder (2004, p. 6-7), transparência implica clareza e inteligibilidade da informação, revelação de conteúdo substantivo e pertinente, assim como abertura ao escrutínio público pela publicação da natureza da deliberação e de sua racionalidade. Entretanto, o banco central não deveria ser “conduzido sob o sol” (Blinder, 2004, p. 7), no sentido de que as informações deveriam ser organizadas em torno de um objetivo, antes de sua revelação pública. Conforme o mencionado autor, a completa abertura seria demasiadamente intrusiva para o processo deliberativo e potencialmente prejudicial à política monetária. Para Van Der Cruysen et al. (2010), se ultrapassado o que seria o ótimo grau de transparência, dois riscos seriam prováveis: os agentes de mercado poderiam atribuir muito peso à causalidade das previsões inflacionárias produzidas por bancos centrais, impactando na qualidade das previsões produzidas por eles mesmos, e/ou ficariam confusos com a quantidade excessiva de informações que receberem, causando incerteza.

No que concerne ao processo decisório monetário, a transparência pode ser classificada em diferentes aspectos, quais sejam, o político,

o econômico, o procedimental e o operacional (Laurens et al., 2009; Dincer e Eichengreen, 2007). A transparência política refere-se à abertura e à comunicação quanto aos objetivos da gestão da moeda. Ela requer a presença de metas, formalmente expressas e quantificadas, assim como a existência de hierarquia entre elas. A transparência econômica, por sua vez, concerne à divulgação de informações de natureza macroeconômica e sua interpretação, ou seja, a revelação de dados e de modelos de análise, que compõem a decisão da autoridade monetária. O terceiro aspecto diz respeito à transparência procedimental, que é a forma como as decisões são tomadas e as estratégias são reveladas, incluindo a publicação de atas, registro de votos e justificativas de preferências. Por fim, a transparência operacional alude à autoavaliação das medidas tomadas pelo banco central, como o exame de resultados macroeconômicos proporcionados pela política monetária, de acordo com seus objetivos, e de eventuais erros no alcance da meta operacional ou de turbulências não antecipadas, que afetaram a política (ajuste da política).⁸⁵

A modalidade de informações relacionadas à política de gestão da moeda, divulgadas por bancos centrais, e sua recorrência nos últimos anos são sintetizadas pela Tabela 1, a seguir. Importante notar o crescimento expressivo do uso desses mecanismos, principalmente no que se refere às projeções futuras macroeconômicas.

Tabela 1. Bancos centrais: divulgação de informações sobre a política monetária. (Em percentual para amostra de 36 bancos centrais.)⁸⁶

	1998	2006
Objetivos primários quantificados	50	78
Modelo macroeconômico	17	50
Projeções futuras macroeconômicas	28	81
Trimestral, para inflação e produção	11	39
Estratégia da política monetária	64	81
Atas	14	28
Registros de votação	11	22
Ajuste da política	42	78
Com explicações	36	75

Fonte: BCI (BIS, 2009, p. 147).

⁸⁵ Os citados autores também identificam um último aspecto: a transparência da política monetária, relacionada à publicação rápida de decisões pela autoridade, bem como suas explicações e indicação de preferências. Entende-se que esse aspecto está incluído na transparência procedimental.

⁸⁶ Na amostra, o sistema europeu de bancos centrais é representado pelo Banco Central Europeu.

Segundo o estudo empírico de Dincer e Eichengreen (2007), os bancos centrais de países desenvolvidos tendem a ser mais transparentes que as autoridades monetárias de países emergentes, ao passo que estes últimos, por sua vez, tendem a ser mais transparentes se comparados aos países em desenvolvimento. O aumento dos mecanismos de transparência em países emergentes está concentrado no período histórico que se inicia no pós-crise asiática até a década de 2000. Adicionalmente, os instrumentos de transparência parecem ser especialmente relevantes para países que adotaram o regime de câmbio flutuante, no objetivo de alcançar credibilidade para a política monetária.

Considerando as mencionadas modalidades de transparência (política, econômica, operacional, procedimental), Dincer e Eichengreen (2007) elaboraram pesquisa empírica que avalia o grau de abertura da política monetária, a partir de uma amostra de 100 bancos centrais. Baseado em uma escala de 0-15, a pesquisa revela que a Nova Zelândia tem o banco central mais transparente do mundo (13,5), seguida pelas autoridades monetárias da Suécia (13), Reino Unido (12), República Tcheca (11,5), Canadá (10,5), Banco Central Europeu (10,5) e Suíça (9,5). O Brasil atinge expressiva pontuação (9), se comparado com os demais países que compõem o BRIC, como China (4,5), Rússia (2,5) e Índia (2), que receberam notas baixas em transparência e foram superadas também por outros países da América do Sul, como Peru (8), Chile (7,5) e Argentina (5,5). O Federal Reserve, nos Estados Unidos, obteve pontuação média (8,5).

Há duas razões principais que justificam a transparência como instrumento de política monetária: a econômica, que se relaciona com a eficiência da gestão monetária, e a político-jurídica. Nesse último sentido, bancos centrais mais transparentes permitem sua *accountability* democrática (Blinder, 2004, p. 8). Ela é o meio pelo qual poderes políticos podem supervisionar o funcionamento da burocracia independente.

Para além da meta de eficiência atribuída à transparência, é possível pressupor que mais comunicação destinada à sociedade possa assegurar a legitimidade e *accountability* de ações do banco central. Mais do que isso, o Banco de Compensações Internacionais, em documento que analisa boas práticas de governança de autoridades monetárias, reconhece que as atuais técnicas de transparência contribuem diretamente para o aumento da "accountability de facto" (BIS, 2009, p. 144) e, portanto, para a responsabilização da burocracia. Entre outros mecanismos institucionais, a transparência pode garantir a aceitação pública do mandato de bancos centrais.

No entanto, há questões que permanecem: transparência para quem? Somente para mercados? Segundo o mencionado documento do

BCI (BIS, 2009, p. 146), a transparência permite ao “público” avaliar e julgar a construção de projeções inflacionárias futuras e o uso de modelos macroeconômicos, publicados e elaborados por bancos centrais.⁸⁷ Mas quem é esse público que pode avaliar esse tipo de informação? Mais do que isso, essa modalidade de informação seria passível de avaliação?

2.2 O aumento da deferência ao conhecimento científico monetário

Bancos centrais detêm um conhecimento específico sobre a gestão da moeda, em que fundam sua autoridade. Eles são o que Castel (1985) define como “especialistas instituidores” (*experts institutants*), ou seja, são autoridades que detêm um capital específico⁸⁸ e não se contentam somente em avaliar, a partir de seu conhecimento, uma situação dada, mas constituem essa situação por meio de seu conhecimento. Em outras palavras, a burocracia monetária é, ao mesmo tempo, especialista funcional que trata a informação e a constitui. A função do banco central vai muito além de emitir uma opinião, constituir um relatório de projeções futuras ou de reunir informações para resolver conflitos ou esclarecer uma escolha. Ele define, por critérios próprios, a situação real sobre a qual irá se dedicar. Essa é a complexidade do processo decisório da política monetária, classificada por Bofinger (2001, p. 265) como “pura discricionariedade”.

⁸⁷ Em seus termos, “a large majority of central banks use structural macroeconomic models for policy analysis and forecasting, and an increasing number publish their policy model. [...] This allows the public to evaluate the construction of the central bank’s forecasts, including the role of judgment” (BIS, 2009, p. 146).

⁸⁸ Esse termo é empregado no sentido de *capital spécifique*, tal como formulado por Bourdieu (1984, p. 114). Segundo Bourdieu (1984), “ceux qui, dans un état déterminé du rapport de force, monopolisent (plus ou moins complètement) le capital spécifique, fondement du pouvoir ou de l’autorité spécifique caractéristique d’un champ, sont inclinés à des stratégies de conservation – celles qui, dans les champs de production de biens culturels, tendent à la défense de l’orthodoxie –, tandis que les moins pourvus de capital (qui sont aussi souvent les nouveaux venus, donc, la plupart du temps, les plus jeunes) sont enclins aux stratégies de subversion – celles de l’hérésie. C’est l’hérésie, l’hétérodoxie, comme rupture critique, souvent liée à la crise, avec la doxa, qui fait sortir les dominants du silence et qui leur impose de produire le discours défensif de l’orthodoxie, pensée droite et de droite visant à restaurer l’équivalent de l’adhésion silencieuse de la doxa” (Bourdieu, 1984, p. 115).

Marcussen (2009), ao identificar um quinto estágio de desenvolvimento da estrutura social de bancos centrais (Quadro 1), aponta para uma característica atual relevante, que dificulta a avaliação do desempenho da burocracia: o aumento do discurso da cientificidade das decisões monetárias. O movimento de cientificação de bancos centrais traz desafios para a transparência enquanto meio para avaliação, julgamento e responsabilização da condução da política monetária (*accountability*). Quem pode, por meio de instrumentos relacionados à transparência, reivindicar autoridade científica para avaliar e questionar decisões monetárias?⁸⁹

Quadro 1. Bancos centrais ao longo do tempo.

Estágio (período)	1º Estágio (1600s-1800s)	2º Estágio (1873-1914)	3º Estágio (1930s-1970s)	4º Estágio (1980s-1990s)	5º Estágio (2000)
Regime	Mercantilismo Nacionalismo colbertista	Padrão-ouro Laissez-faire Internacionalização	Bretton Woods Nacionalismo keynesiano	Consenso de Washington Monetarismo Início do processo de Globalização	Pós-consenso de Washington Globalização
Quadro Institucional	Alguns bancos centrais que pertenciam a Estados	Autonomia de facto para bancos centrais	Banco central integrado ao governo	Autonomia formal para bancos centrais	Discurso da cientificação Banco central como organismo “científico”
Quadro burocrático	Pequeno e desigual	Implantação da estrutura de base	Construção ou aumento do quadro	Diminuição do quadro	Diminuição do quadro com alianças institucionais, nacionais e/ou internacionais
Tomada de decisão	Subjugados à vontade do principal	Discricionariedade (porém, referência: padrão-ouro)	Serviço público Máquina burocrática Processo Administrativo	“Deixar os gestores gerir” Negócio e gestão de resultados	Comitês ou coletores de gestão de resultados
Comunicação	Inexistente	Inexistente	Legalista Formalista	Discurso técnico	Discurso da transparência
Meta	A serviço do Estado e da economia de guerra	Estabilização do câmbio	Objetivos múltiplos, internos e externos	Meta quantitativa monetária	Meta de inflação

Fonte: Marcussen (2009), adaptado pela autora.

⁸⁹ A conhecida frase de Alan Greenspan, ex-presidente do banco central dos Estados Unidos, traduz essa questão. Segundo ele, “if you can understand what I am saying, I’m not doing my job properly”.

Segundo Marcussen (2009), enquanto a década de 1990 foi caracterizada pelo discurso da "autonomização" política e econômica de bancos centrais, a década de 2000 tem se distinguido pelo processo de cientificação da política monetária. Assim, o discurso tem se deslocado da *despolitização* para a *apolitização* da gestão da moeda. Bancos centrais têm assegurado a legitimidade e a autoridade na implementação da política monetária, recorrendo a visões e aplicações da linguagem de ciência econômica. A ciência passa a ser a fonte de sua autoridade cognitiva. As autoridades monetárias têm sido "desumanizadas", eliminadas de ideologias pessoais e de atributos emocionais, que escapariam ao cálculo.

Esse processo é fundamentalmente diferente do processo de autonomização, que despolitiza bancos centrais. Cientificação implica transformar as atividades de *central banking* em *apolíticas*. Autonomia não significa que autoridades monetárias sejam consideradas automaticamente corretas em suas decisões, ao passo que, no processo de cientificação, sim. Além disso, independência política não implica que bancos centrais precisem ser ouvidos como oráculos – no processo de cientificação, sim (Marcussen, 2009).

Habermas (1973), no final da década de 1960, denunciava que a cientificação de burocracias estatais seria uma nova etapa do processo de racionalização da administração e de sua forma específica de dominação, tal como formulado por Max Weber. A partir do século XIX, a ciência e a técnica entraram em uma relação de dependência recíproca. Há um duplo processo de *feedback* entre desenvolvimento técnico e evolução das ciências modernas. A tecnificação da ciência, que é a objetivação progressiva de uma atividade racional orientada a fins, foi acompanhada pelo processo de cientificação. Para o mencionado autor, a racionalização crescente da sociedade moderna está ligada à institucionalização da evolução científica e técnica, que passa a servir como forma de legitimação de quadros institucionais burocráticos. Esses quadros, inaugurados historicamente pelo Estado de bem-estar social, asseguram o controle da natureza e o aumento da produtividade econômica, possibilitando aos indivíduos condições de existência cada vez mais confortáveis. Na contemporaneidade, esse modelo de Estado burocrático, racional e científico ganhou nova feição com o advento de autoridades reguladoras independentes. A distinção entre decisão política e saber técnico torna-se cada vez mais tênue. Isso porque os técnicos da burocracia, com garantia de autonomia operacional, tomam decisões políticas com base em seu saber, que têm efeitos alocativos.

Bancos centrais têm investido contínua e maciçamente em departamentos de pesquisa para constituir e embasar, com mais proprieda-

de, suas avaliações de cenário e tomada de decisão. No entanto, o efeito simbólico tem sido a produção de consenso ideológico em relação ao conhecimento técnico que reivindica. Mais da metade do que se publica sobre bancos centrais nos Estados Unidos provém de entidades que compõem o sistema do Federal Reserve (Marcussen, 2009). Cada banco reserva regional, assim como o conselho diretor do Fed (*board of governors*), tem seu próprio periódico de pesquisa (*research journal*) e sua política editorial inclui a análise prévia de cada artigo por funcionários da entidade. Visões críticas à política do Fed, ainda que a programas passados, são geralmente *excluídas* de artigos (White, 2005, p. 331-332). Nos Estados Unidos, os cinquenta maiores departamentos de economia, em instituições de *PhD-granting*, empregam em torno de 390 economistas em macroeconomia, economia monetária e *banking*. O sistema do Federal Reserve emprega 27% a mais que esse número de economistas com dedicação exclusiva (White, 2005, p. 329). No tocante a pesquisadores com dedicação integral e exclusiva, o Banco Central Europeu conta com mais doutores em economia do que a London School of Economics and Political Sciences – LSE (Marcussen, 2009).

Esse movimento de introdução da academia dentro da burocracia pública parece estar em expansão. Ele teve início nos Estados Unidos e alcançou, a partir da década de 1990, também a Europa. Em 1999, o Bacen parece aderir a essa ideia e cria seu Departamento de Estudos e Pesquisa (Depep), com escritório em três importantes cidades brasileiras (Brasília, Rio de Janeiro e São Paulo). O responsável pela constituição desse departamento, Alexandre Tombini, tornou-se o presidente da instituição no governo de Dilma Rousseff, em 2011.⁹⁰

Nas palavras de Bindseil:

[...] no other central bank was as committed as the US Fed to openness to the academic world. While many European central banks until the 1990s limited their contacts with the academic world, probably deliberately in order to avoid tiring debate with 'intellectuals', the US Fed has a long tradition of hiring staff who come from and return to universities. Also, no other central bank tried to be so publicly transparent and therefore invited so much academic research on its policy (Bindseil, 2004, p. 245).

⁹⁰ O Departamento de Estudos e Pesquisas do Bacen tem como atribuição realizar pesquisas sobre matérias das áreas-fim de atuação do banco central e elaborar e administrar o sistema de metas para a inflação, de acordo com o regimento interno da entidade.

Bancos centrais têm firmado alianças com comunidades epistêmicas, em nível nacional e internacional. Comunidades epistêmicas são redes de profissionais com reconhecida *expertise* e competência técnica em determinada área, e que reivindicam, para si, autoridade sobre o conhecimento relevante relacionado à política dessa área técnica (Haas, 1992, p. 3). Essas comunidades compartilham um grupo específico de valores, normas e crenças, derivadas de sua análise prática na solução de problemas, em seu domínio de *expertise*. Essas crenças servem como base para elucidar as múltiplas relações entre alternativas de ações políticas, propostas pela comunidade, e os resultados esperados. A comunidade epistêmica também compartilha noções de validade, que definem critérios para eleição de problemas e soluções em seu domínio (Haas, 1992, p. 3). Para bancos centrais, com a criação do BCI, institucionalizou-se espaço de cooperação internacional técnica, e autoridades monetárias têm se tornado os representantes nacionais imbuídos de poderes para decidir, no plano internacional, políticas que serão implementadas dentro de seus territórios. As regras de Basileia sobre regulação do mercado financeiro são um exemplo disso.

O movimento de governança política está sendo substituído pelo movimento de governança por *conhecimento*, como resultado do processo de cientificação (Marcussen, 2009). Essa parece ser a consequência da intensa complexificação das relações econômicas e financeiras das últimas décadas. Formuladores de política pública tendem a se voltar para comunidades epistêmicas em condições adversas de incerteza. Essas comunidades infiltram-se com sua lógica e valores próprios em instituições governamentais, e esta última passa ser a base para a aceitação de suas crenças e ideias sobre a construção da realidade (Haas, 1992).

No caso de bancos centrais, o aperfeiçoamento do desempenho da política monetária nas últimas décadas tem sido associado a avanços na ciência monetária, isto é, à aplicação de conjunto de princípios desenvolvidos a partir da teoria e de trabalhos empíricos,⁹¹ que se tornou guia para a formulação da política por técnicos da burocracia da autoridade monetária. Nas palavras de Mishkin (2007), "this progress [of the science of monetary policy] has significantly expanded the degree to which the practice of monetary policy reflects the application of a core of set of 'scientific' principles" (Mishkin, 2007, p. 1).

⁹¹ Segundo Goodfriend (2007, p. 53), a gestão desinflacionária do Fed, no período Volcker, tornou-se material empírico para a fundação de princípios práticos que passaram a constituir o consenso monetário criado a partir da década

Ainda que a política monetária tenha recorrido a princípios "científicos" em sua composição e em sua formulação, há limitações em relação à aplicação automática da ciência à prática política. Conforme Blinder (1999), a atividade de bancos centrais é tanto ciência como arte. Por "arte", Mishkin (2007), ao analisar esse problema, entende que ela se refere ao uso de julgamento. Esse julgamento é informado pela teoria econômica e por dados, porém ele é de forma menos explícita conectado a um modelo formal ou a algoritmos (Mishkin, 2007, p. 20). Em outras palavras, a ponderação e a consideração de princípios e dados econômicos dependem da discricionariedade da autoridade monetária. O julgamento faz parte do desenho da política monetária e é elemento importante de sua composição. Modelos podem tentar explicar a realidade, mas não são suficientes para dar conta da complexidade e de mudanças sociais.

Segundo Borio (2011), a atividade de *central banking* não é a mesma após a crise econômica de 2008. Bancos centrais passaram a enfrentar um triplo desafio: econômico, intelectual e institucional. Primeiramente, eles tomam decisões em ambiente econômico hostil. O período da Grande Moderação terminou com o período da "Grande Recessão" (Borio, 2011, p. 1). Em segundo lugar, autoridades monetárias tomam decisões reconhecendo que seu paradigma intelectual macroeconômico fracassou. O quadro doutrinal ao qual recorriam no período da Grande Moderação não serve mais como guia para antecipar, evitar ou lutar contra os efeitos da crise. Em terceiro lugar, bancos centrais "reajustam" sua moldura institucional ao mesmo tempo em que precisam preservar sua reputação e sua independência. Esta última, especialmente, parece ser ameaçada por práticas não convencionais de política monetária, com dominância do aspecto fiscal, conforme se verá na segunda parte deste estudo.

2.3 Os desafios postos pela cientificação para a accountability de bancos centrais

Da perspectiva econômica, transparência e previsibilidade são pré-requisitos para a eficiência da política monetária. Do ponto de vista político-jurídico, a transparência é pré-condição para legitimar o exercício da política monetária implementada por bancos centrais independentes e para efetivar a *accountability* dessas instituições. Ela permite que a sociedade e os poderes políticos monitorem e avaliem o funcionamento da instituição.⁹²

⁹² Esse também é argumento desenvolvido por Schwartz e Castañeda (2009).

É evidente que as decisões da autoridade monetária precisam se basear em aspectos técnicos e, especialmente, tratando-se da gestão da moeda, a complexidade do tema exige conhecimentos específicos. Essa é a principal razão para a delegação de poderes políticos a essa modalidade de instituição.

Também é relevante que bancos centrais façam parte de comunidades epistêmicas. Nesses espaços institucionais de diálogo, escolhas sobre política monetária podem ser debatidas, experiências compartilhadas e troca de informações realizada. Ademais, comunidades epistêmicas contribuem para a construção da transparência da instituição e para o desenvolvimento do conhecimento sobre a gestão monetária, a partir do diálogo com outros agentes, sejam eles formuladores de política ou intelectuais da academia. Goodfriend (2007) atribui ao pensamento acadêmico um papel importante na transição do "segredo" de bancos centrais para a transparência de funcionamento. A literatura acadêmica teria explorado os efeitos de bem-estar produzidos pela comunicação de bancos centrais, especialmente quando essas instituições operam a partir de compromisso credível de estabilidade monetária.

Bancos centrais são entidades que compõem o desenho do "Estado-estratégia" e promovem a construção compartilhada do conhecimento. Segundo Timsit (1997), o "esforço de conhecimento compartilhado" funda a lógica do que seria esse modelo de Estado. Esse tipo ideal de administração burocrática assume, em uma sociedade altamente complexa, a responsabilidade pela estratégia de longo prazo e de continuidade, pela antecipação de crises e pelo tratamento de riscos. Para tanto, o Estado deve pressupor uma verdadeira "máquina informacional" voltada às perspectivas prospectiva e retrospectiva, assim como à produção de dados e estudos técnicos.

A crítica proposta, no entanto, é desmistificar o "revestimento" de ciência dado à gestão monetária para sujeitá-la a contestações. Afinal, em última análise, trata-se do desenho de uma política pública, que está sujeita a implicações alocativas em seus resultados. Tratando-se de política monetária, o conflito distributivo está entre poupadores/investidores e tomadores de recursos financeiros. Pode-se afirmar que cada cidadão está alocado forçosamente em um desses dois grandes grupos sociais ou, ainda, nos dois polos ao mesmo tempo. O uso da moeda e sua detenção implicam sua integração no grupo. O conflito subjacente é de natureza distributiva.⁹³ De acordo com o Banco de

⁹³ Nas palavras de Unger (2004), "não há um conjunto de instituições que seja neutro com relação a formas de vida" (Unger, 2004, p. 169).

Entretanto, como subverter o discurso da cientificação e garantir diálogo e responsabilização, se a especialização técnico-funcional da autoridade monetária é razão e fundamento para a existência dessa estrutura? Separar sua função institucional de sua mistificação é essencial para garantir o bom funcionamento de mecanismos de prestação de contas e responsabilização.

As decisões de formuladores de política pública envolvem sopesamento de complexos assuntos não técnicos, mesmo em casos em que, aparentemente, trata-se de objeto "puramente" técnico. A despeito do "revestimento" da objetividade e da neutralidade valorativa alcançada pela introdução da ciência no processo político, escolhas políticas continuam a ser altamente politizadas em suas consequências alocativas (Haas, 1992).

Retomando o dilema tal como expresso por Elster (1994), a *accountability* pode ser o mecanismo que permitirá que bancos centrais autônomos saiam do impasse, no longo prazo, entre se manterem como "prevenção ao suicídio" (*suicide prevention*) ou se constituírem enquanto "pacto de suicídio" (*suicide pact*). Nas palavras de Jácome (2001): "central bank independence may not survive in the long run if simultaneously central banks are not held accountable" (Jácome, 2001, p. 17).

Segundo o Banco de Compensações Internacionais, a crescente popularidade de bancos centrais autônomos teve como resposta o aumento da pressão política e social para sua maior abertura (BIS, 2009). No entanto, como discutido, o processo de cientificação traz novos desafios para a supervisão da política monetária e, especialmente, para a relação entre políticos e técnicos de bancos centrais (Quadro 2, a seguir). A principal preocupação se dirige à *forma* que poderia tomar o diálogo com uma instituição altamente especializada e *como* supervisionar efetivamente o seu poder, que se apoia em alegado "conhecimento científico".

Quadro 2. O impacto do processo de cientificação na governança, na produção do conhecimento e na supervisão de bancos centrais.

Impacto do processo de cientificação na governança, na produção do conhecimento e na supervisão de bancos centrais	Governança e Transnacionalização	De governança política => para governança pelo conhecimento
		De comunidades de governança => para comunidades epistêmicas
	Produção do conhecimento monetário	Do pluralismo científico => para o "revestimento científico"
	Relação entre o político e o tecnocrata do banco central	Do discurso da despolitização => para o discurso da apolitização

Fonte: Marcussen (2009), adaptado pela autora.

exclusivamente à reação jurídica a *posteriori* da tomada de decisão pela autoridade monetária. A diferenciação entre mecanismos jurídicos *ex ante* e *ex post* não revela critério cronológico. Nas palavras de Frison-Roche,

[...] elle [la définition politique du couple ex ante – ex post] renvoie [...] l'ex ante à l'organisation planifiée des comportements par une autorité extérieure à celui qui agit, tandis que l'ex post correspond à une liberté d'action utilisée par les opérateurs, à charge de répondre de l'effet de leur comportement sur autrui (Frison-Roche, 2006, p. 34).

Regras que concedem discricionariedade para a ação do operador e preveem mecanismos de prestação de contas e responsabilização correspondente, cuja implementação é *ex post* ao ato praticado, também servem como padrão de conduta no presente. Esse tipo de regra revela elemento *ex ante* em sua formação. Entretanto, esse elemento é propriamente cognitivo (antecipação comportamental com base em avaliação do parâmetro jurídico de procedimento ou resultado, bem como da possível reação futura), e não diretamente normativo (como a prescrição jurídica da forma e do conteúdo que a ação política deve tomar no presente).

No âmbito da gestão da moeda, o papel *ex post* da regulação jurídica passa a ser preponderante em razão da mudança no *modus operandi* de bancos centrais. Como sustentado na segunda seção deste capítulo, durante o período correspondente ao padrão-ouro, a política de gestão da moeda baseava-se na manutenção da estabilidade da conversão monetária, ou seja, no valor fixo de troca entre unidades monetárias e objetos de valor intrínseco. As regras de limitação da emissão de moeda eram instrumentos centrais no controle dos poderes das autoridades monetárias. Posteriormente, após as duas grandes guerras mundiais e, sobretudo, após o abandono do padrão dólar-ouro, a política de gestão da moeda passou a se concentrar na avaliação da expansão de agregados monetários (abordagem quantitativa). A tomada de decisão da autoridade monetária era fundada em uma informação passada (o nível de agregados e a análise do multiplicador monetário) e, a partir dessa informação, ela definiria sua estratégia para o futuro, que deveria ser coerente com o dado do passado. Basicamente, o controle da expansão monetária era direto, via acréscimo ou decréscimo de reservas obrigatórias.

De um modo geral, nesses dois momentos históricos, a supervisão das decisões monetárias por outros poderes era facilitada por seu desenho operacional, fundado na intervenção e no controle direto feito pela autoridade monetária com base em informações do passado. Suas

Compensações Internacionais, "important state powers have been delegated to the central bank, powers that may affect the distribution of income in society and across generations" (BIS, 2009, p. 135).

É por essa razão que a política de gestão monetária é relevante: a moeda é o elemento de coesão da sociedade de mercado,⁹⁴ e sua gestão atinge indistintamente todo indivíduo em comunidade. Seus efeitos podem, até mesmo, propagar-se globalmente, especialmente se se tratar de moeda aceita como meio de pagamento internacional e constituir reserva de Estados. Decisões monetárias do Fed ou do Banco Central Europeu, por exemplo, tendem a gerar efeitos na distribuição internacional de recursos.

É nesse debate que se insere a reflexão sobre o papel do direito na organização dos instrumentos institucionais de responsabilização política e social do processo decisório da autoridade monetária.⁹⁵

2.4 A relação entre direito e política monetária: uma mudança de paradigma

Conforme Veiga da Rocha (2004), "a questão que se põe para as sociedades complexas não é regular ou não regular, mas como regular de forma a conciliar efetividade e democracia" (Veiga da Rocha, 2004, p. 69).⁹⁶ Este trabalho propõe-se a refletir sobre as formas jurídicas capazes de produzir essa "conciliação" no âmbito da regulação monetária.

Este estudo sustenta que o principal papel do direito deslocou-se da definição de regras instrumentais de conduta da burocracia monetária (sobretudo regras *ex ante*) para a construção de normas de supervisão, prestação de contas e sanção de bancos centrais (principalmente, *ex post*).⁹⁷ Isso não significa que se reduza o papel do direito

⁹⁴ Nesse sentido, adota-se o posicionamento de Aglietta e Orléan (1984), para quem a moeda é o elemento de coesão social de uma sociedade de mercado.

⁹⁵ De acordo com o Banco de Compensações Internacionais, "because central banks supply public goods, they are ultimately accountable to the public" (BIS, 2009, p. 136).

⁹⁶ Para a concepção de democracia adotada por esta tese, ver nota 7 da introdução deste estudo.

⁹⁷ Conforme Frison-Roche (2006), "l'ex ante est l'intervention sur un phénomène avant que celui-ci ne se cristallise, tandis que l'ex post est l'intervention sur un phénomène après son avènement. L'ex ante relève de la volonté normative, l'ex post du particulier. L'ex ante prend comme principe le gouvernement des actions, l'ex post prend comme principe la liberté des actions" (Frison-Roche, 2006, D. 33).

regra de limite de emissão de papel-moeda, dirigida à manutenção da conversão entre unidades monetárias e objetos de valor intrínseco.

Atualmente, na implementação da política monetária, bancos centrais são sobretudo agentes de mercado e recorrem, principalmente, a instrumentos de direito privado para intervir no setor, celebrando contratos de *swap* de moedas com outras autoridades ou adquirindo (e vendendo) títulos no mercado financeiro em operações compromissadas (*repurchase agreements*). A lógica de intervenção passa, portanto, a ser mais flexível e a adotar a mesma racionalidade dos agentes privados. Ocorre aquilo a que Timsit (1997) se refere como dois processos de endogeneização da burocracia pública: a desinstitucionalização de técnicas da administração e a “desdiferenciação” de seu campo de intervenção.⁹⁹ Nesse sentido, bancos centrais atuam como agentes de mercado por meio da adoção de regras de direito privado e de homogeneização prática (desdiferenciação), com uso de estrutura de incentivos (taxa de juros) e celebração de contratos, em que não há posição hierárquica entre administração e administrador, tampouco constrangimento propriamente normativo (desinstitucionalização da técnica de intervenção).

Uma tendência, portanto, pode ser identificada: da normatividade exógena (imposta “exteriormente” pelo Estado, em uma concepção tradicional da burocracia weberiana), para uma normatividade endógena, não hierárquica, criada pelos próprios agentes de mercado, inclusive pela burocracia que passa a atuar como um deles. Trata-se do modelo de regime regulatório policêntrico e descentralizado (Black, 2008), que está marcado pela fragmentação, pela complexidade e pela interdependência entre diversos atores sociais, e segundo o qual o Estado deixa de ser o único locus de autoridade.

dade de bancos centrais essa definição, o argumento central é o de que essa regra é passível de ser controlada por poderes políticos e é estabelecida por normativo hierarquicamente superior a regulamentos de bancos centrais. Ainda assim, considerado em si, 100% também é limite jurídico a essa política, que visa impedir a transferência de renda de agentes privados à burocracia pública. É nesse sentido que ela é uma regra instrumental *ex ante*, destinada a controlar as decisões de autoridades monetárias.

Trata-se de uma ruptura com o modelo anterior de administração pública “exógena” à sociedade. Nas palavras de Timsit (1997): “osmose, intégration de l’administration et de la société, endogénéisation d’une administration dont la légitimité se mesure précisément à sa capacité à s’immerger et se fondre dans, au lieu de fondre sur, la société... Ainsi s’amorce un double processus – destiné à permettre cette immersion – de désinstitutionnalisation des techniques de l’administration et de différenciation de son champ d’intervention” (Timsit, 1997, p. 52).

ações tinham caráter basicamente normativo, vinculando agentes de mercado, e eram “enquadradas” por regras instrumentais *ex ante*, construídas no plano político.

Todavia, com o crescente processo de desenvolvimento e integração de mercados financeiros, a tomada de decisão da autoridade monetária tornou-se cada vez mais complexa. Esse “antigo” modelo de decisão não deixou de existir (e isso, de certa forma, também contribuiu para aumentar a complexidade do sistema), mas ele passou a conviver com instrumentos de gestão relacionados à manipulação da taxa de juros, implementados a partir de operações de mercado aberto. O banco central passou a atuar como agente de mercado e com base em estrutura de incentivos, mais do que com instrumentos de caráter normativo (vinculante).

Nesse modelo, há crescente discricionariedade e complexificação do processo decisório de bancos centrais. Deliberações, baseadas na fixação da taxa de juros como principal instrumento e em operações de compra e venda de títulos, pressupõem que a entidade atue essencialmente como agente de mercado. Adicionalmente, a adoção (implícita ou explicitamente) do sistema de metas inflacionárias implica a avaliação e a constituição de projeções futuras, que congregam diversos dados econômicos, quantitativos e qualitativos, reais ou monetários, nacionais e internacionais, que recebem diferentes considerações da autoridade monetária. A partir dessa complexa estimativa, geralmente divulgada por relatórios, ela toma sua decisão em relação à taxa de juros, que deverá ser atingida em operações de mercado aberto, diárias ou semanais. O que o banco central considera como informação econômica relevante e o valor da taxa de juros necessário para atingir sua expectativa em relação à inflação futura (que, em sistemas de metas inflacionárias adotados explicitamente, é representada por meta pública numérica ou intervalo correspondente) dependem de sua total discricionariedade, fundada em seu conhecimento técnico específico.

Nesse modelo de atuação, o banco central deixa de agir, precipuamente, como ente externo e instituidor de regras de caráter normativo, que criam obrigações para agentes de mercado. Na “clássica” arquitetura da política monetária, o método de intervenção era promovido diretamente pela autoridade, e o papel da ordem jurídica era garantir, essencialmente, mecanismos de “enquadramento” da decisão *ex ante*. Esse método jurídico de controle poderia ser feito via definição de teto para a política de reservas obrigatórias⁹⁸ ou, mais além no tempo, pela

⁹⁸ Ainda que existam legislações que estabelecem 100% como teto para a política de reservas obrigatórias para depósitos à vista e deleguem à discricionariedade

Esse modelo de regime regulatório pode ser compreendido como um conjunto de unidades inter-relacionadas, privadas e públicas, que estão empregadas no atendimento de determinado objetivo institucional. Tanto o Estado como outros atores sociais são ambos reguladores e regulados, e as fronteiras desse modelo são identificadas pela natureza dos problemas ou temas com os quais os atores estão relacionados, no intuito de resolver uma questão ou definir uma ação de natureza coletiva (Black, 2008, p. 1-2). A regulação da moeda é exemplo da implementação desse modelo regulatório.

A regulação monetária passou a revelar modos de ação mais flexíveis de gestão. A autoridade pública adotou mecanismos mais maleáveis, contratuais e de incentivo, porém a mudança foi somente no *modus operandi*. Há objetivo institucional a ser alcançado, qual seja, a promoção de um bem público (moeda). O uso dessa modalidade de técnica não anula a presença da autoridade, ao contrário, contemporiza-a. Afinal, é ela quem promove o "enquadramento" da ação, definindo as regras contratuais, estipulando limites e controles aos demais agentes.¹⁰⁰ O instrumento contratual é compatível com a lógica da regulação monetária, porém a "contratualização da regulação" (Chevallier, 2006, p. 150) não elimina totalmente a figura da unilateralidade da administração e a existência de comandos. Esse modelo de atuação, portanto, é pouco conexo com a concepção clássica de contrato. A forma de intervenção se reveste de mecanismos de direito privado, mas o objetivo institucional é regulatório e, portanto, de direito público.

As operações de mercado aberto e a recorrência a instrumentos de direito privado correspondentes não são novidade. O Banco da Inglaterra já atuava nessa modalidade de operações antes da Primeira Guerra Mundial, e o Fed passa a adotá-lo no período entre guerras (Bindseil, 2004). Todavia, esse arranjo era secundário como instrumento de gestão da moeda, e tinha objetivos não somente relacionados ao controle indireto da evolução da taxa de juros de curto prazo.

O que se sustenta é que, atualmente, essas operações ganham cada vez mais preponderância em relação a outros mecanismos de regulação monetária (Laurens, 2005), a complexidade da sua implementação tende a aumentar com a globalização e a crescente interdependência de mercados financeiros, e, conseqüentemente, a supervisão do

¹⁰⁰ Conforme Timsit (1997), "l'administration endogène n'est pas celle d'un Etat qui dérèglemente et se retire, mais celle d'un Etat qui conduit son action publique selon d'autres principes et favorise le dialogue de la société avec elle-même" (Timsit, 1997, p. 68).

processo decisório monetário, por poderes políticos e sociedade, tende a ser dificultada. Sustenta-se que a principal função do direito como instrumento de regulação monetária está na institucionalização de mecanismos jurídicos de supervisão (e, conseqüentemente, de transparência), prestação de contas e sanção de bancos centrais – ou seja, essencialmente regras de avaliação e julgamento *ex post* da tomada de decisão, ainda que elas envolvam a definição *a priori* de metas e objetivos. Esses mecanismos passam a ser mais relevantes em virtude do aumento da discricionariedade na atuação de bancos centrais. Afinal, para ações vinculadas a procedimentos e normas específicos, com margem reduzida para interpretação, não há sobre o que se prestarem contas. São esses mecanismos jurídicos que contribuirão diretamente para a construção da legitimidade das autoridades monetárias e de sua atividade de gestão, no contexto de uma democracia política.¹⁰¹

Essa é a contribuição propriamente jurídica à complexa confiança social na moeda, no âmbito de um sistema monetário autorreferencial. Nesse modelo de sistema, mecanismos de transparência e *accountability* passaram a ser considerados "pilares" da política monetária, assim como a independência de bancos centrais (Laurens et al., 2009). Esse discurso político-econômico em voga envolve um risco, no entanto: transparência e *accountability* de autoridades monetárias podem não ser efetivas em seu sentido próprio, mas apenas se constituírem como discurso legitimador do exercício desse poder de forma autônoma. Todavia, o sistema jurídico poderia trazer o revés a essa lógica: ao institucionalizar esses instrumentos, o direito pode, no longo prazo, incentivar essa prática e fazer com que ela seja efetiva e reveladora.

O direito tende a expor o processo decisório da política monetária, bem como seus resultados, e a abrir caminhos institucionais de contestação pública. Ele institui mecanismos de referência para a supervisão, como a definição de metas e objetivos a serem atingidos, e que, poste-

¹⁰¹ Nesse sentido, Timsit (2005) aponta que: "[...] avec la régulation se produit un nouveau renversement radical des caractéristiques de la normativité: la régulation apparaît comme une normativité endogène – une auto ou endo-normativité – que l'on ne doit pas réduire à l'autorégulation, qui en constitue cependant le cœur et désigne l'élaboration et le respect par les acteurs eux-mêmes de règles qu'ils ont formulées [...] et dont ils assurent eux-mêmes l'application. L'on retrouve là la décentralisation, la non-hiérarchisation que revendiquent les régulateurs et qui permettent de fonder et ancrer la légitimité des règles de fonctionnement à travers des techniques diverses visant en particulier à garantir transparence, la prévisibilité, l'impartialité de leur action – ce qui les met en mesure d'obtenir – ce en quoi s'analyse très exactement la légitimité – la reconnaissance par les pairs et par les acteurs du système eux-mêmes" (Timsit, 2005, p. 255).

Seção 3 A legitimidade da gestão monetária como aceitação social do mandato de bancos centrais

Legitimidade, para fins desta tese, diz respeito “ao título do exercício do poder, ao fundamento das decisões políticas e comandos jurídicos” (Faria, 2012). Em outras palavras, legitimidade relaciona-se com a base e a justificativa da autoridade política e das decisões político-jurídicas emanadas. Ela é atribuído da autoridade, bem como do processo decisório, e relaciona-se com o conceito de deferência ou obediência a esse poder. No contexto da regulação estatal, ela é a aceitação social do fato de que uma pessoa ou uma organização tenha o direito de governar por quem ela busca governar e em nome de quem ela visa governar (Black e Rouch, 2008).

3.1 A legitimidade intrínseca de bancos centrais em uma nova separação de poderes

Neste estudo, legitimidade é conceito empregado não somente no sentido de legalidade, ou seja, adequação a uma norma jurídica, abstrata, impessoal e objetiva (legitimidade do tipo legal-racional). Ainda que, para a legitimidade da ação política, a legalidade seja cogente, ela não é suficiente para qualificar o complexo comportamento institucional de autoridades reguladoras, como agências ou bancos centrais autônomos.

Por que a reflexão sobre a legitimidade de bancos centrais e da política monetária é relevante? A legitimidade, assim como a confiança entre indivíduos, é “instituição invisível”, que, da perspectiva democrática, tem por função “tisser des liens constructifs entre le pouvoir et la société” (Rosanvallon, 2008, p. 21). Na relação entre governo e governados, ela permite que o uso da coerção seja “economizado”, uma vez que engendra movimento de adesão a comandos político-jurídicos que condicionam a eficácia da ação pública. A percepção social quanto à legitimidade da ação de bancos centrais, além de determinar a eficácia da gestão da moeda, também se constitui em indicador de expectativas políticas.

A legitimidade pode justificar o exercício do poder de três formas: pela fonte da autoridade (*source-based theories*), pelo processo destinado à tomada de decisão (*process-based theories*) e/ou pelo resultado produzido (*outcome-based theories*) (Bodansky, 2007). No primeiro, a legitimidade do poder está na sua origem ou fonte. Nesse sentido, e especialmente para democracias ocidentais, “o povo” foi autenticamente substituindo a religião e “Deus” como fundamento da autoridade para o exercício político-jurídico. Na segunda perspectiva, instituições podem basear sua legitimidade no respeito a procedimentos e regras para a tomada de decisão. Nesses termos, a legitimidade

riormente, servem como padrão de avaliação de resultados. Dessa forma, ele constrói espaço institucional de diálogo e aprendizado social sobre a moeda e denuncia o processo de cientificação da política monetária, favorecendo sua desmistificação, no longo prazo. Ao institucionalizar esse tipo de mecanismo, o direito aponta caminhos para a mobilização de grupos sociais interessados nesse debate. Ao estabelecer os contornos do debate público, o direito fornece informações sobre o tema da moeda, assim como constitui e habilita arenas para a ação de grupos de interesse. Além disso, o processo de institucionalização dos mecanismos de *accountability* aumenta os custos de eventual violação a esse procedimento, protegendo-o via canais normativos e também por sanções relacionadas à reputação dos atores envolvidos.

Ainda que, no curto prazo, o espaço construído pelo direito possa não ser efetivo para forçar os agentes a interagirem *de facto*, a técnica jurídica, por ter valor simbólico, pode instituir nova realidade no horizonte de longo prazo.¹⁰² O direito seria instrumento útil para revelar e construir a importância do diálogo institucional monetário porque traz em si a percepção de legitimidade, seja ela confundida com a simples legalidade ou com a concretização de determinados valores compartilhados socialmente. E, especialmente nesse âmbito, a análise jurídica também tem o seu papel. Como discurso centrado no raciocínio jurídico e na apreciação de normas vigentes, pode gerar efeitos especiais: a consagração e o reconhecimento de um objeto como passível de interesse social, agindo sobre representações coletivas.¹⁰³

O principal papel da regulação jurídica está na constituição de desenho adequado para os mecanismos de transparência e *accountability*, de forma a não somente suportar a eficiência da gestão da moeda, mas também contribuir para a desmistificação da política monetária. Mais do que definir o enquadramento *ex ante* da ação monetária por meio de regras instrumentais e garantir essencialmente a legitimidade do tipo legal-racional, o direito pode ser responsável por construir espaço de diálogo institucional entre sociedade, poderes políticos e bancos centrais. Ele pode contribuir para se conceber a legitimidade ampliada das autoridades monetárias.

¹⁰² No tocante a instrumentos jurídicos de *accountability*, Black (2008) afirma que “accountability tools are not neutral technical instruments but discursive technologies embodying their own logics and interpretive schemes, and which can have constitutive and transformative effects” (Black, 2008, p. 36).

¹⁰³ Esse argumento baseia-se na reflexão sobre o discurso jurídico da dogmática e da ciência do direito, construída pelos artigos de Lochak e Troper (1994).