

## Capítulo 9

### Balanço e perspectivas do aperfeiçoamento institucional da moeda

“O dinheiro é uma metáfora, uma transferência ou uma ponte”.  
Marshall McLuhan<sup>1</sup>

*Numus vincit, nummus regnat, nummus imperat*  
(o dinheiro conquista, o dinheiro reina, o dinheiro é soberano)  
Velho dito medieval<sup>2</sup>

Ao longo dos oitenta anos cobertos neste estudo foram nada menos que espetaculares as transformações observadas na construção social cada vez mais complexa que designamos como ‘moeda’ e nas instituições que a definem. O ponto de partida deste estudo, o papel moeda, a inovação revolucionária que substituiu em definitivo os metais preciosos em 1933 depois de uma longa e contenciosa transição, pode estar em vias de desaparecer, cada vez mais digital, intangível, invisível e mesmo irrelevante<sup>3</sup>. Não se fala mais em *emissão* de moeda com o mesmo temor reverencial, ou a excitação que o assunto merecia nas primeiras décadas depois de 1933, e mesmo expressões mais ignaras como *rodar a guitarra* ou *despejo por helicóptero* (o célebre *helicopter drop*), ganharam novos e inesperados significados, surpreendentemente mais respeitáveis que no passado<sup>4</sup>. A emissão não teria mais muito que ver com a indústria gráfica, não há mais iconografia ou impressão de coisa alguma. Talvez apenas depois de inúmeras rodadas de inovação financeira e bancária, com destaque para *shadow banks* e derivativos, e da proliferação dos mais variados tipos de plásticos e instrumentos digitais - como as milhagens de companhias aéreas, hotéis e lojas, os créditos no interior de redes sociais e de comunidades virtuais temáticas como sites de escambo e jogos eletrônicos, *criptocurrencies* e também de novos métodos de pagamentos que permitem a interconexão dessas redes e moedas<sup>5</sup>, é que se tenha percebido que a inovação verdadeiramente importante não era o papel, mas algo bem mais sutil e, ao mesmo tempo, amplo e onipresente<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> Jackson, 1995, p. 4.

<sup>2</sup> *Apud* Le Goff, 1988, p. 10.

<sup>3</sup> Wolman, 2013 e Birch, 2015, entre outros. A propósito da conveniência da extinção do papel moeda e suas consequências, ver Rogoff, 2014 e 2016.

<sup>4</sup> Os despejos por helicóptero, uma imagem originalmente utilizada por Milton Friedman para descrever uma expansão monetária não necessariamente acompanhada de déficit fiscal, ganharam, inclusive um acrônimo, MFFP (*Money-Financed Fiscal Program*) em suas versões contemporâneas e mais amenas, conforme a descrição de Bernanke, 2016.

<sup>5</sup> Para uma categorização, ainda que parcial, com vistas ao impacto dessas moedas sobre a política monetária ver European Central Bank, 2012.

<sup>6</sup> A referência ao papel também ocorria, em boa medida, a propósito do trabalho interno nos bancos, totalmente relacionado a coisas escritas, livros, cartas, extratos, todas essas coisas que não mais existem em seu formato original e pioneiro.

Conforme vimos no Capítulo 2, a representação desligou-se do objeto, e tornou-se a coisa em si, o instrumento resgatável por si mesmo, o que levou a moeda para o terreno das convenções e seu valor para o da subjetividade. Mesmo quando se trata unicamente de pagamentos, e dentro dos limites da definição estritamente jurídica de moeda, de que tratamos no Capítulo 2, é comum de se perceber entre reguladores mais familiarizados com os dramas contemporâneos com sistemas de liquidação e compensação uma sutil mudança de linguagem, quando define moeda como *tecnologia de pagamento*<sup>7</sup>, o que soa como um convite a um futuro repleto de possibilidades, talvez perigoso, como se percebe nas polêmicas em torno de novidades inquietantes como os pagamentos P2P (*peer to peer*), ou o *blockchain*, fazendo crer que a *web* pode ser um novo *off-shore*, ainda mais difícil de enxergar e regular, ou que vá haver uma nova “internet dos valores”<sup>8</sup>, e pelas variantes a ocupar a atenção de milhares de *fintechs* investindo bilhões e bilhões explorando as mais variadas fronteiras de inovação.

É verdade que os turbilhões de progresso ocasionando a atmosfera de desintegração que o Manifesto Comunista descreveu com o imortal “tudo o que é sólido se desmancha no ar”, ou que Schumpeter definiu como “destruição criadora” – estão entre nós há muitos anos e, por paradoxal que possa parecer, a inovação já se tornou rotina e seus protocolos convivem bem com instituições que, contrariamente à instabilidade à sua volta, vão se sedimentando cada vez mais, já conformadas a existir para regular, dispor, moderar e condicionar a própria mudança. Cento e vinte anos atrás, em 1896, ainda próximo da bolha observada na bolsa de valores do Rio de Janeiro (o “Encilhamento”), numa de suas crônicas econômicas mais divertidas, Machado de Assis não deixou passar a oportunidade de ridicularizar as profecias da ocasião acerca do fim do dinheiro: “[se] a própria ideia do dinheiro perecerá em duas gerações. ... o *mal financeiro* [excessos do capital financeiro e dos bancos de emissões] e seu *remédio*, tema de tantas cogitações e palestras, acabará por si mesmo, não ficando remédio nem mal. Não haverá finanças, naturalmente, não haverá tesouro, nem impostos, nem alfândegas secas ou molhadas”. E mais: “Pelo lado psicológico e poético, perderemos muito com a abolição do dinheiro. Ninguém entenderá, daqui a meio século, o bom conselho de Iago a Rodrigo, quando lhe diz e torna a dizer, três e quatro vezes, que meta o dinheiro na bolsa”<sup>9</sup>.

A *bontade* do bruxo parece conduzir naturalmente à ideia que o dinheiro está bem longe de ser apenas um pedaço de papel, e por isso mesmo, já não soa nem um pouco absurdo

---

<sup>7</sup> Giannini, 2011, p. 7 e King, 2016.

<sup>8</sup> Tapscott & Tapscott, 2016, p. 7.

<sup>9</sup> Franco, 2008, org., pp. 219-220. Iago e Rodrigo são personagens de Otelo, de William Shakespeare.

professar, ou mesmo propor o fim do papel moeda, ou da moeda papel – a clássica diferença deixa de fazer sentido depois de 1933 -, considerando a miríade de outros veículos e tecnologias para o mesmo propósito, considerando custos e benefícios. Em nossos dias, entre os microeconomistas na fronteira da teoria, se aceita que a existência de *fiat money*, inclusive como meio de pagamento, apenas se justifica diante da existência de “fricções”, sobretudo informacionais, daí a observação “o mal é a raiz de todo o dinheiro” (*evil is the root of all money*, como no título de um ensaio famoso sobre o assunto<sup>10</sup>), o que não invalida a observação inversa, mais popular e originária do Novo Testamento. De forma semelhante, recentemente se demonstrou que a existência do dinheiro como meio de pagamento deixa de ser necessária se existe uma memória coletiva sobre transações, créditos e débitos<sup>11</sup>. Como será a vida se a tecnologia continuar a reduzir as “fricções” transacionais a cada dia, e se o *blockchain* permitir o acesso a um conhecimento coletivo e seguro sobre a propriedade das coisas e sobre transações?

Conforme observa Rogoff, “apesar dos enormes e correntes avanços tecnológicos no domínio das transações eletrônicas, [o papel moeda] tem se mostrado surpreendentemente durável, mesmo considerando que seu maior uso parece enterrado no mundo subterrâneo e na economia ilegal”.<sup>12</sup> Há cerca de US\$1,34 trilhão em dólares em espécie em circulação, onde mais de 80% é sob a forma de cédulas de 100 dólares, e provavelmente a maior parte está fora dos EUA. O mesmo se passa com as cédulas de 500 euros e de 1.000 francos suíços, emissões muito “lucrativas” em termos de senhoriagem, mas cujos usuários não devem estar entre os cidadãos mais honrados<sup>13</sup>. Independentemente disso, o interesse dos bancos centrais, ainda que incidental, em praticar taxas de juros negativas poderá dar novo impulso a tecnologias que o eliminem<sup>14</sup>.

Novas formas de representação para valores monetários e tecnologias transacionais tendem a se multiplicar. Em vista disso, e em retrospecto, é interessante notar que a transição para a moeda fiduciária se parece com a descoberta da arte abstrata, que instaura não uma, mas diversas vanguardas a explorar a migração da objetividade, fidelidade e materialidade na

---

<sup>10</sup> Kiyotaki & Moore, 2002.

<sup>11</sup> Kocherlakota, 1996.

<sup>12</sup> Rogoff, 2014, p. 10.

<sup>13</sup> Rogoff, 2006, p. 3, *passim*. Caso os dólares em espécie estivessem todos em território americano teríamos algo como US\$ 4.200 para cada americano, independentemente da idade, e em cédulas de US\$ 100.

<sup>14</sup> Em termos práticos, se todo o dinheiro tivesse a forma de um ‘depósito’ no banco central seria trivial praticar juros negativos. Na presença de papel moeda, os juros negativos trariam vantagem a seus detentores, o que não parece nada desejável. Uma solução seria a criar alguma tributação ou esquema predeterminado de perda de valor do papel moeda, como o proposto por Silvio Gessell, pelo major Douglas e, no Brasil, por ninguém menos que Monteiro Lobato, sob o título “moeda regressiva”. Cf. Buiter & Panigirtzoglou, 2003 sobre o Sistema de Gessell e Lobato, 1939. Outra solução seria simplesmente a que se conhece como inflação ...

reprodução de um objeto tomado à Natureza para a representação subjetiva, emocional, inconsciente e conceitual de um sentimento, sensação ou ideia<sup>15</sup>. Há muito em comum entre a arte moderna e a moeda fiduciária, conforme explica o historiador da arte e economista Olav Velthuis: “Ambos são sistemas simbólicos. Seus valores não são inerentes, mas construções sociais: muitos tipos de convenções sociais e instituições (museus e bancos entre elas) fornecem a base para seus significados e conferem a ambos, arte e dinheiro, legitimidade e valor. Sem fé em um pedaço de papel pintado, nenhuma troca haveria de ter lugar. Sem nenhuma noção de convenção artística, nenhuma arte teria existência. Em última instância, ambos são abstrações”<sup>16</sup>.

É no seio dessas vanguardas que emerge cada vez mais elaborada a criação de moeda no interior dos bancos, através da velha alquimia da criação de empréstimos e depósitos<sup>17</sup>, modernamente designada por *inside money*, ou dinheiro gerado no interior do setor privado, sempre representado algum crédito contra alguém, que guardaria certa proporção, inclusive por determinação prudencial ou regulatória, com o verdadeiro dinheiro, dito de “alto poder” (*high powered money*, como o designou Friedman) ou “base monetária”. Esta também é chamada de *outside money*, aquele que é *fiat* ou sem outro lastro que não a obrigatoriedade de aceitação em lei, e que não representa crédito contra ninguém, ou apenas uma obrigação meio gasosa contra o estado, como discutimos no Capítulo 2<sup>18</sup>. As variações sobre esta “multiplicação” monetária se revelaram incontroláveis, seja pela inovação ou pelos surtos de cobiça, e assim o controle que as autoridades se empenharam em construir sobre os chamados “agregados monetários” saiu de cena, carregando consigo a discussão basilar sobre a definição de moeda. A política monetária se reorganiza conceitualmente a partir da fixação da taxa de juros, aquela associada ao preço dos títulos do governo, seguindo determinadas regras e rituais, e assim controlando o poder de compra da moeda, o que quer que seja, através dos termos de troca entre o presente e o futuro.

---

<sup>15</sup> Shell, 1982, 1999.

<sup>16</sup> Velthuis, 2005, p. 32. “Ao mesmo tempo, na cultura e na tecnologia, diversos fenômenos parecem reproduzir um mesmo movimento em direção a um novo modo de pensar distintamente moderno. O telégrafo, o telefone, o raio-X, a fotografia e o cinema se disseminam, assim como a psicanálise, a novela joyceana, a teoria da relatividade e a arte moderna, todos a modificar noções de espaço, tempo, velocidade e concretude. Moeda e arte tornam-se abstratas em torno da mesma época”. Cf. Franco, 2010, p. 12.

<sup>17</sup> O termo é muito usado para designar a existência e aceitação do papel moeda como se fosse ouro, como explicado em Binswanger, 2010. Mervin King, ex-presidente do Banco da Inglaterra, ressuscitou a expressão sobretudo em conexão com bancos: “os governos pretendiam que o papel moeda fosse convertido em ouro mesmo quando houvesse menos desse do que daquele. Os bancos pretendiam que depósitos de curto prazo sem risco pudessem ser usados para financiar investimentos de longo prazo com risco. Em ambos os casos, a alquimia é a aparente transformação de risco em segurança”. Cf. King, 2016, pp. 250-251.

<sup>18</sup> Segundo Lagos, 2012, “*outside money* é o dinheiro que é *fiat* (sem lastro) ou com lastro em algum ativo cuja oferta líquida é positiva no setor privado”.

Foi nesse novo continente, repleto de encontros, surpresas e emboscadas, que veio a florescer uma nova civilização de produtos, mercados e instituições, no centro das quais a que se conhece pela designação genérica de banco central, para a qual convergiram os modos de regulação e controle do sistema financeiro, e cujo nascimento e desenvolvimento se confundiu com o estabelecimento da própria moeda fiduciária, em cada uma de suas extensões e ramificações. As semelhanças hoje evidentes entre os diversos bancos centrais em operação, bem assim a sua disseminação e amadurecimento exatamente durante os anos cobertos neste estudo, que veremos logo adiante, indicam que a evolução institucional da moeda foi convergente em muitos tópicos, ainda que nada pacífica. Este estudo não se furta a adotar a hipótese de que o ‘banco central’ não pode deixar de ser entendido como uma resposta institucional aos abusos por parte dos bancos e dos estados nacionais da alquimia, oficializada em 1933, em transmutar pedaços de papel pintado, bem como suas representações, em instrumentos com valor de troca e aceitação obrigatória dentro de suas jurisdições. Parece inevitável o mau uso da ‘criação’ de moeda escritural dentro de bancos ou dentro de bancos do próprio governo para produzir recursos para políticas públicas que deveriam ser encontrados no orçamento público. Com isso, a proliferação desses mecanismos espúrios e abusivos resulta naturalmente, de crise em crise, no fortalecimento institucional do banco central, e na extensão do escopo de suas atividades, como remédio ou vacina de amplo espectro para esses excessos. É claro que o contrário não pode ser descartado sobretudo nos casos onde o banco central foi capturado ou ideias assemelhadas às do projeto Correa e Castro foram postas em prática, com resultados desastrosos<sup>19</sup>. Essas situações, onde a nova alquimia foi usada para o mal, ou saíram do controle das autoridades, estão longe de constituir exceção, mas o tamanho da vilania acaba servindo como propaganda e reforço para a virtude, ou em um esforço renovado para aperfeiçoar o instituto do banco central e suas capacidades regulatórias. Mesmo quando se podia associar uma crise à omissão ou imperícia dos bancos centrais, como em 2008, a postura foi muito mais a de aperfeiçoar a instituição e seus mecanismos de fiscalização e controle que a de extingui-la.<sup>20</sup>

Mas ainda que se possa dizer que os bancos centrais foram se fortalecendo, e melhor desenvolvendo os seus termos de referência depois de 1933, o advento do banco central dito ‘independente’ e mandatado para defender o poder de compra da moeda é fenômeno bem mais recente, como veremos em detalhe na seção 9.1 a seguir. Na verdade, trata-se de uma resposta muito demorada, ainda que inexorável, a um desafio colocado anos antes, em 1933,

---

<sup>19</sup> Conforme descrito por Acemoglu *et al.*, 2008 para Argentina e para o Zimbábue.

<sup>20</sup> Houve certo *aggiornamento* das ideias libertárias sobre *free banking* historicamente críticas à existência do FED, com destaque para o livro do senador Ron Paul.

conforme argumentado em diversas ocasiões no decorrer deste volume. O desafio se renova no decorrer do tempo na medida em que a criação de moeda desliga-se do papel e migra para o mundo escritural da moeda bancária, ao mesmo tempo em que se observa o colapso das regras de Bretton Woods e o aumento da inflação em toda parte. No Brasil em particular, prevaleceu a hesitação face aos impasses conceituais em torno da criação do banco central, afinal iniciando suas operações apenas em março de 1965, porém, limitado, total ou parcialmente capturado, até que constituísse por inteiro depois das reformas começadas em 1994, trinta anos depois.

A seção 9.1 a seguir oferece um balanço da evolução das instituições monetárias brasileiras ao final do período coberto por este estudo tendo como base as métricas internacionais para a qualidade da governança da moeda normalmente associadas a conceitos como independência e transparência do banco central. Sabidamente tais métricas, como se passa com frequência com as referentes à definição de governança corporativa, se constroem com grande dose de arbitrariedade, mas, com os cuidados devidos, oferecem indicações importantes para a tomada de decisão. Certamente, é o caso em se tratando da organização do sistema monetário e seus próximos passos, quando e se estiver aberta a janela para novos aperfeiçoamentos institucionais. Os indicadores brasileiros mostram com clareza que a independência sequer está configurada por inteiro e a tinta ainda está fresca nas reformas que aproximaram a organização monetária do país a alguns dos cânones internacionais. Mesmo que estes tenham sido fortemente sacudidos com os eventos de 2008, nada justifica ou serve como atenuante para o atraso do Brasil nessa matéria, valendo, portanto, lembrar a advertência feita no capítulo inicial, de que a experiência brasileira desses 80 anos parece ter lugar em um longo tempo presente, como se fosse uma sucessão de visitas aos temas da atualidade, em torno dos quais os mesmos impasses teimosamente insistem em se renovar.

É preciso não esquecer que, não obstante os desafios trazidos pela tecnologia, a maior de todas as inovações monetárias recentes não veio do Vale do Silício, mas dos mais fiéis e vetustos guardiões do *status quo*, os bancos centrais dos países ricos em suas respostas “não convencionais” à crise de 2008. Aí se inicia, sem dúvida, uma revolução de desdobramentos ainda vivos e incertos. Em razão do imperativo de exercer a função de ‘emprestador de última instância’ numa extensão totalmente inesperada e desproporcional a qualquer outra crise observada no passado, os principais bancos centrais do Hemisfério Norte “expandiram seus balanços” – eis aí a expressão, ou o eufemismo, que substitui a “emissão” no século XXI – conforme o exigido pela situação, e sem poder dar-se ao luxo de avaliar *ex ante* os efeitos colaterais de tais ações. A urgência excluiu a premeditação e determinou um experimento

monetário extremo para o qual a única diretriz discernível parecia vir do conhecimento que Ben Bernanke – um economista com vezo de historiador no comando do FED – possuía sobre a Grande Depressão e em particular da clássica análise de Milton Friedman e Anna Schwartz segundo a qual o FED, através de uma atuação desastrada diante das crises bancárias de 1930-32, foi o principal responsável pela transformação de uma recessão cíclica em uma depressão mundial. Como veremos na seção 9.2, as políticas que se seguiram, designadas como de ‘afrouxamento quantitativo’ (*quantitative easing* ou QE) foram bem além de resolver o problema bancário, pois representavam uma espécie de síntese da atuação do FED como prestador de última instância e também como condutor, através do crédito, de uma política fiscal anticíclica *à la monsieur Jourdan*.

Será inevitável discutir este assunto sobretudo pelos mais estranhos efeitos que a experiência veio a ter sobre o Brasil, conforme discutido a seguir na seção 9.2. Ainda que o Brasil estivesse em um bom momento, face às realizações decorrentes das reformas de 1994 e de uma década inteira de disciplina fiscal e redução de dívida e de juro, havia grande inquietação não apenas sobre os efeitos da crise ou sobre as inovações monetárias ocorrendo no exterior, ou ainda sobre se a moeda fiduciária não estava sendo redescoberta, juntamente com novas possibilidades para se financiar o desenvolvimento via ‘expansão dos balanços’ de bancos públicos, e mesmo sobre o futuro do capitalismo. As políticas macroeconômicas brasileiras exibiram uma forte inclinação na direção da heterodoxia depois de 2009, quando experimentam as inovações da ocasião, ainda que fora de seu contexto, e dessa maneira, entraram em confronto cada vez mais aberto com os progressos institucionais duramente alcançados a partir de 1994. Aí se estabelece uma tensão que resultou essencial não apenas para a gigantesca recessão de 2015-16, para a até então impensável insolvência da Petrobrás e, em última instância, para o próprio impedimento da presidente Dilma Rousseff.

Na seção 9.3, ao encerrar este volume, trazemos uma reflexão final sobre o que se toma como o principal desafio macroeconômico para os próximos anos, a convergência da taxa de juros para níveis alinhados com os comparáveis internacionais, e os vastos efeitos que este movimento poderá ter sobre a economia. O problema com os juros encontra muitas analogias com o problema com a inflação no passado, a começar pelo diagnóstico, continuando pelo sentimento de negação e pela ideia que os problemas podem ser neutralizados por tratamentos seletivos. É preciso caracterizar as origens fiscais do problema com os juros, assunto que envolve muitos dos mesmos temas que estiveram em debate para se estabelecer as origens fiscais da hiperinflação, e enfrentar discussões difíceis sobre os níveis de endividamento e sobre a sustentabilidade da dívida pública, assuntos de difícil trânsito. A

modernização das instituições monetárias teria que permitir que o problema fiscal, seja através da dívida pública excessiva, ou pelos canais convencionais do processo conhecido como *crowding out*, ficasse mais transparente, assim tornando mais fácil o debate sobre avanços nos temas da moeda sadia e da responsabilidade fiscal. É exatamente onde nos encontramos quando este manuscrito é encerra, passadas as turbulências associadas ao impedimento da presidente Dilma Rousseff e iniciadas as gestões para trazer os números fiscais do país para o terreno da sustentabilidade. O que está em jogo é o modo como o país concebe seu futuro, hoje muito distante, afastado por juros muito elevados. Este é o país de Stephen Zweig, cujo futuro nunca chega, pois permanece sendo esgotado no presente através de termos de troca muito desfavoráveis entre o presente e o futuro. Resolver uma espécie de conflito distributivo inter-generacional parece ser o grande desafio macroeconômico dos próximos anos

### **9.1. A governança da moeda: retrospecto e desafios**

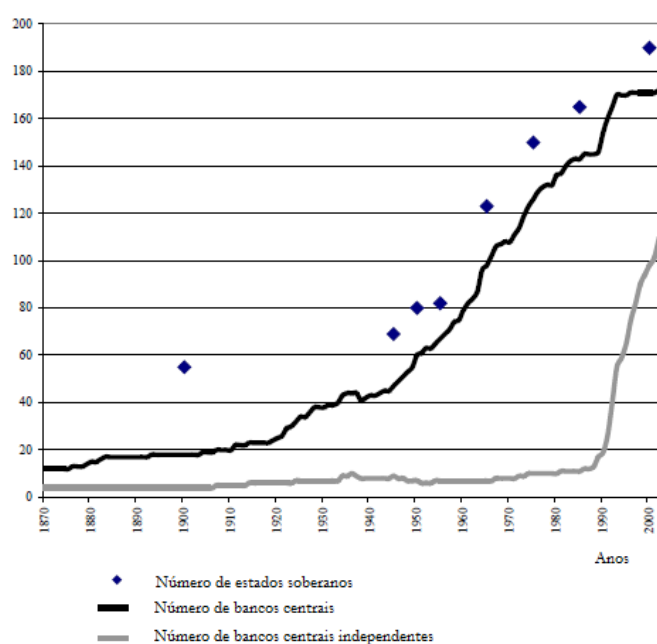
Não há uma métrica precisa para se emitir um juízo qualitativo das instituições e dos sistemas monetários, menos ainda para a caracterização de uma “boa governança” da moeda, sobretudo quando desligada de avaliações práticas sobre as políticas econômicas e seus resultados. Não é simples separar instituições, políticas e resultados. As histórias nacionais e os contextos são muito diversos e há bons e maus exemplos repetidamente lembrados, bem como diferentes arranjos nacionais refletindo caminhos históricos específicos, nem sempre lineares. Mas, com o tempo, tudo se passa como se padrões internacionais tivessem amadurecido ao longo de períodos prolongados de tentativa e erro, e também de certa fertilização cruzada decorrente de interações em episódios internacionais e esforços de cooperação e coordenação. Como na regulação, na contabilidade e na supervisão bancária, é muito comum que se trabalhe com protocolos comuns, ou com “as melhores práticas de governança”, quase como uma espécie de *peer review* para que se ateste a excelência de certa organização monetária ou financeira. Mais recentemente, com o trabalho de Douglas North e outros em torno da importância das instituições para o progresso econômico de forma mais geral, ganhou novas cores a avaliação específica dos bancos centrais no exercício de seu mandato, bem como a definição precisa de seus termos de referência e *modus operandi*. Se instituições “fortes” conduzem mais facilmente à prosperidade, aquelas ligadas à moeda passam a encontrar justificativa não apenas na defesa da estabilidade do seu poder de compra,



mas também entre os fatores que determinam a riqueza das nações. A ideia de “reformas” com o fito de aperfeiçoar as instituições se tornou popular em decorrência da globalização, e da conseqüente disseminação de padrões para “aplainar” a superfície econômica do planeta, da queda do Muro e da necessidade de reconstrução das economias do Leste Europeu, bem como dos desejos de progresso das nações emergentes. As reformas no terreno fiscal e da moeda ganharam motivação adicional na ideia de prover estabilidade e “ancoragem” para os preços após a disseminação de taxas de câmbio flexíveis decorrente do abandono dos arranjos de Bretton Woods, do abandono da repressão financeira na Europa e da experiência inflacionária e de instabilidade macroeconômica das economias emergentes. É esse o contexto para a disseminação e fortalecimento recente dos bancos centrais, movimento que vem de longe, mas se acentua nos anos 1980, conforme mostrado pelo indicador exibido no Gráfico 9.1 abaixo, que mostra a proliferação dessas instituições pelo planeta e pelo aumento do número de bancos centrais considerados independentes.

Figura 9.1

Estados soberanos e bancos centrais, 1870-2002



O banco central considerado independente é aquele para o qual o índice de Cukierman, adiante explicado, é maior que 0,375. Fonte: Marcussen, 2005, p. 904.

O Gráfico 9.1 mostra um expressivo aumento no número de bancos centrais, que se aproxima do número de estados soberanos<sup>21</sup>, também crescente no período, conforme já havia sido relatado no Capítulo 5. Adicionalmente, é muito evidente fenômeno do

<sup>21</sup> Os recuos nesta proporção de devem à formação de *currency boards* e também do Banco Central Europeu, situações da qual resultou que diversos países deixaram de ter bancos centrais.

crescimento do número de bancos centrais considerados independentes<sup>22</sup>, o que assinala uma transformação essencial neste grupo de instituições a partir dos anos 1980, concentrada nos bancos centrais dos países mais ricos, e que tinha quer ver com o *modus operandi* da governança dos bancos centrais. O gráfico utiliza uma definição arbitrária de banco central independente, associada a um *score* desenvolvido por Alex Cukierman, entre outros, sobre o qual teremos muito a discutir nas páginas que se seguem, e cujo detalhe poderá ser visto mais adiante na Tabela 9.1. Esta definição tem como referência os diversos atributos e configurações institucionais que reduzem os conflitos de interesses que costumam complicar a gestão da instituição, sobretudo com o Tesouro Nacional. Diante da prevalência desse tipo de conflito a complicar o relacionamento entre política fiscal e monetária a independência veio a se confundir com a definição de “boa governança” da moeda. Tal como no terreno da governança corporativa, são inúmeras as possibilidades quando se trata do relacionamento entre a gestão e o “acionista controlador”, e muito difíceis as definições objetivas de uma “boa governança”. Raramente se reconhece, todavia, que o tema da “independência” do banco central possui este parentesco meio óbvio com o assunto mais mundano da governança corporativa, o que ajudaria a evitar a pesada carga política amiúde associada ao tema.

O Gráfico 9.1 mostra dois fenômenos relacionados que é preciso separar: a disseminação da instituição em escala planetária e a adoção de certos paradigmas de governança definidos a partir da ideia de independência. Há muita polêmica quanto ao segundo fenômeno, para o qual a linguagem utilizada introduz tanto simplificação quanto preconceito. A palavra independência aplicada a um banco tão poderoso quanto o que detém o monopólio para a fabricação de dinheiro, sobretudo no regime de moeda fiduciária, não poderia deixar de despertar diversos níveis de cautela. A ideia de independência diz respeito à governança da moeda e sua referência básica, como já observado, é o maior dos conflitos de interesses nas questões monetárias, aquele envolvendo o relacionamento entre quem fabrica dinheiro e seu acionista controlador. A garantia de uma boa governança da moeda, qualquer que seja sua definição, pode ser a salvaguarda que sempre faltou num regime de moeda fiduciária pura, ausente a conversibilidade, a fim de prevenir abusos, conforme se argumentou no Capítulo 2 a propósito das reformas de 1933. A independência das agências reguladoras tem origem nos EUA durante o *New Deal*, sendo que em 1935 a Suprema Corte, em uma de suas decisões, “abraçou o conceito ... e o situou firmemente dentro da tradição

---

<sup>22</sup> Note-se que o critério de independência – um *score* maior que 0,375 para o índice de Cukierman, discutido em detalhes logo a seguir, – pode ser muito discutível, mas é muito difícil que outros critérios produzam resultados diferentes do que se vê no gráfico.

americana de separação de poderes ... ao reconhecer a autoridade do Congresso para estabelecer agências e limitar o poder do Presidente para remover os dirigentes dessas agências, exceto por justa causa”.<sup>23</sup> Era uma fórmula eficiente para insular burocracias técnicas especializadas de influências políticas e ciclos eleitorais: formar agências que passariam a funcionar por delegação e servindo a objetivos fixados em lei. A adoção desse modelo na Europa foi posterior, mas ocorre em massa nas mais diversas áreas no contexto da unificação europeia nos anos 1980 e 1990. A popularidade da ideia de banco central independente encontra aí um impulso proveniente do universo regulatório e do direito administrativo<sup>24</sup>.

A independência do banco central se vê redescoberta nos anos 1980, e se expressa no universo dos economistas numa linguagem mais técnica a partir de alusões à inconsistência temporal inerente às autoridades monetárias, tendo em vista que para toda trajetória futura ótima de política monetária, sempre haverá um incentivo perverso para o banco central surpreender o público e revisar seus planos para sua vantagem. A fim de evitar estas tentações, ou este “viés inflacionário”, a polícia monetária deveria ser governada por regras irrevogáveis, ou seus condutores deveriam estar sujeitos às obrigações normalmente associadas a um banco central independente<sup>25</sup>. Eram ansiedades semelhantes às da época em que o padrão ouro foi abandonado, cuja motivação residia no temor de o controle da moeda permanecer nas mãos das mesmas autoridades que se ocupavam da despesa pública. É nesse contexto que se observa - e é curioso que seja apenas no final dos anos 1980 -, um movimento bastante significativo na direção da independência de bancos centrais conforme documentado no Gráfico 9.1 acima.

Alguns dos primeiros estudos que procuraram introduzir métricas objetivas para a independência de um banco central<sup>26</sup> partiram de três perguntas básicas referentes a leis e regulamentos dispendo sobre a política monetária:

1. O banco central possui a autoridade final para definir a política monetária?

---

<sup>23</sup> Gadinis, 2013, p. 327.

<sup>24</sup> Conforme Rosa Lastra, 2010, p. 52, “o fenômeno da independência não está restrito a bancos centrais. É um aspecto inerente à tradição do direito administrativo em alguns países onde a descentralização funcional é considerada um meio efetivo de dividir poder, frequentemente em combinação com a descentralização geográfica, como nos EUA. A ascensão de agências e comitês regulatórios independentes pode ser explicada pela crescente complexidade do funcionamento do estado moderno. É a forma adequada de lidar com a regulação de realidades complexas: moeda, valores mobiliários, energia, transportes, telecomunicações, meio ambiente, entre outros.

<sup>25</sup> O enunciado do problema nesse formato, originalmente em Kydland & Prescott, 1977, lhes valeu o Prêmio Nobel em economia em 2004. A esse respeito, e tendo em mente a velha anedota segunda a qual parar de fumar é fácil pois os fumantes, em geral, já pararam várias vezes, Stanley Fischer, 1995, p. 275, não perde de vista que ainda não temos uma solução: “o problema [do padrão] monetário já foi resolvido, muitas vezes”.

<sup>26</sup> Bade & Parkin, 1989, Alesina, 1988 e Eijffinger & Schaling, 1992.

2. A maioria do conselho responsável pela política monetária é composta por membros independentes do governo?
3. Existe membro ou representante do governo, com ou sem direito de voto, no conselho responsável pela política monetária?

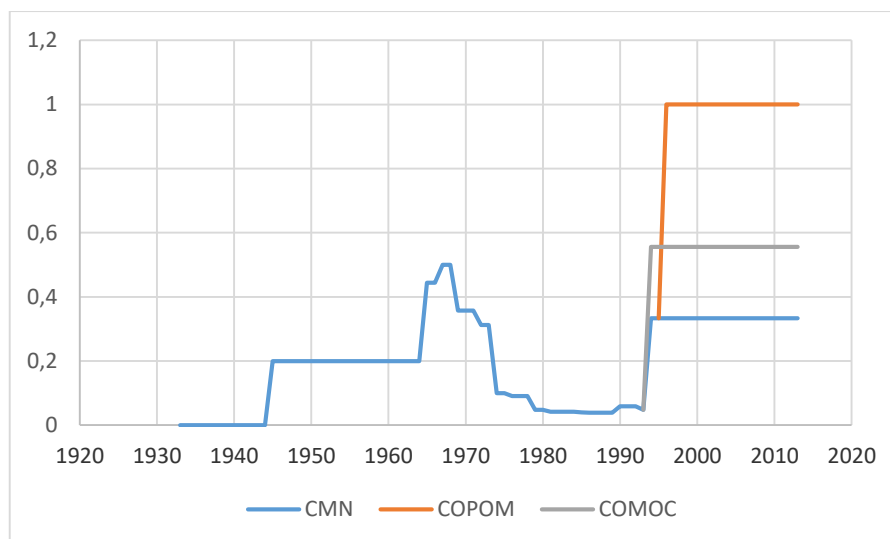
Essas perguntas se referem ao que se designa normalmente como “independência legal”, construindo-se a partir das repostas uma “pontuação”, ainda que parcial, para o grau de independência de determinado banco central<sup>27</sup>. O tema dessas perguntas é o processo decisório, assunto que, no caso brasileiro, levanta questões referentes ao papel do CMN como verdadeiro depositário dos objetivos da política monetária, tal como definidos na Lei 4.595/64. Antes desta lei, conforme definido pelo Decreto-Lei 7.293/45, havia um conselho que orientava a política monetária, conhecido como o Conselho da SUMOC, onde o superintendente da desta entidade responsável por “preparar a organização do banco central e por “exercer o controle do mercado monetário” tinha assento, juntamente com três dirigentes do Banco do Brasil e mais o ministro da Fazenda. Antes disso, não havia definições sobre quem e como se decidia sobre política monetária. Assim sendo, é possível construir uma medida do “peso” do BCB, ou da SUMOC, no conselho responsável pela política monetária, como no Gráfico 9.2, a partir da composição do conselho da SUMOC e do CMN no decorrer do tempo. Não havia banco central, ou preparativo para isso, antes do Decreto-Lei 7.293/45, após o qual o voto da SUMOC nas decisões da política monetária é apenas um em um conselho de cinco. A proporção melhora na primeira composição do CMN, depois da Lei 4.595/64, passando para 4 em 9, e tem seu ponto máximo em 1967 quando o BCB ganhou mais um diretor com assento no CMN, assim elevando a proporção para 50% (5 em 10). O ministro da Fazenda sempre teve o voto de qualidade no CMN, de modo que o BCB jamais teve maioria. No governo Costa e Silva, logo em seguida, começa a “diluição” do BCB no CMN, com destaque para a retirada dos diretores do BCB do CMN pela Lei 6.045/74, já no governo Geisel, e para o aumento do número de membros do CMN para 21 em 1979 já sob a presidência João Figueiredo. Daí até o Plano Real o BCB manteve uma participação no CMN que chegou a cair abaixo de 4%, uma demonstração eloquente de sua reduzida importância nas decisões do CMN, quando era 1 voto em 26, após o Decreto 93.490/86, a segunda ampliação do CMN depois de iniciada a Nova República. Em 1994, com a MP 542/94, depois Lei 9.069/95, o CMN ficou reduzido a apenas três membros, e foi criada a COMOC, órgão assessor do CMN, onde o BCB possuía 5 de 9 membros e detinha o papel de coordenar o órgão.

---

<sup>27</sup> Para detalhes da pontuação ver Eiffinger & Haan, 1996, Apêndice A.

Gráfico 9.2:

O Peso\* do BCB na política monetária: conselho da SUMOC, CMN e COPOM, 1933-2013



\* Número de dirigentes do BCB em proporção ao conjunto de membros nos respectivos conselhos.

Fonte: Tabelas 5.1 e 6.1

A medida de “peso” do BCB obviamente fornece apenas uma indicação sobre a efetiva influência do BCB, mesmo quando representado por um único e solitário voto em um numeroso CMN, a depender de circunstâncias, políticas e personalidades. Feita esta ressalva, todavia, é difícil deixar de admitir que o Gráfico 9.2 forneça uma *proxy* muito apropriada da (pouca) influência do BCB sobre a política monetária no período anterior a 1994, ressalvado um ou outro episódio excepcional. A reforma de 1994, com o CMN “minimalista” e criação da COMOC, e sobretudo com a criação do COPOM a seguir em 1996 mudou bastante a dinâmica decisória, uma vez que os assuntos de CMN passaram a ser discutidos e decididos no âmbito da COMOC por funcionários do segundo escalão dirigidos pelo presidente do BCB, sem necessidade de reuniões presenciais e cerimoniais do CMN, que lentamente se tornou uma espécie de conselho de última instância, tal como se fosse consultivo ou recursal<sup>28</sup>. Em paralelo, a partir de sua criação em 1996, o COPOM atraiu para si todos os ritos relativos à política monetária, e com muito mais destaque depois de 1999, no contexto do sistema de metas de inflação criado pelo Decreto 3.088/99, mesmo sem ser um comitê criado por lei. Conforme observado no Capítulo 8, o COPOM nada mais é que uma “sessão especial” da diretoria do BCB, mas, assim mesmo, curiosamente, se tornou o órgão mais importante, mais visível e mais forte quando se trata da execução da política monetária. A

<sup>28</sup> É claro que nada disso ficou estabelecido formalmente, e que as reuniões presenciais e cerimoniais do CMN podem perfeitamente ser retomadas nos moldes de antigamente. Nos últimos anos, entretanto, a redundância das reuniões da COMOC e CMN foi o fator fundamental para “desmobilizar” este último e reforçar a influência do BCB nas matérias de responsabilidade do CMN.

rigor, é o que o Gráfico 9.2, em última instância, procura capturar, sendo certo que, a partir de meados dos anos 1990, é muito claro o crescimento da importância do BCB na determinação da política monetária, um indicador de maior independência ao longo do tempo.

Existem, é claro, outros atributos a definir a independência da autoridade monetária, vários dos quais estudados no trabalho pioneiro de Vittorio Grilli, Donato Masciandaro e Guido Tabellini, de 1991, em que a noção de ‘independência legal’, redefinida como ‘independência política’, passou a incluir oito atributos (e um *score* de 0 a 8), conforme abaixo:

1. O presidente do BC é nomeado pelo governo?
2. O presidente do BC é nomeado com mandato maior que cinco anos?
3. O conselho que define a política monetária é nomeado pelo governo?
4. O conselho que define a política monetária é nomeado com mandato maior que cinco anos?
5. Existe participação obrigatória de membros do governo no conselho responsável pela política monetária?
6. A aprovação do governo é necessária para a definição da política monetária?
7. Existe exigência legal ou regulamentar que o BC tenha em seus objetivos a estabilidade da moeda?
8. Existem provisões legais ou regulamentares que protejam o BC em caso de conflitos com o governo?

Em seu estudo, Grilli, Masciandaro e Tabellini admitiram apenas respostas binárias para as perguntas acima, e neste questionário, quando aplicado ao Brasil, considerado o período anterior ao advento do COPOM em 1996, haveria apenas uma resposta pró-independência na pergunta de número 7, mesmo assim, considerando como pertencentes ao BCB os sete objetivos do CMN, um dos quais (Art. 3, II) incluindo em linguagem um tanto transversa a proteção do poder de compra da moeda nacional:

regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais.

Com a criação do COPOM, respostas melhores seriam possíveis nas questões 3, 5 e 6, dependendo da “leitura” que se faça do sistema criado 3 anos depois pelo Decreto 3.088/99 estabelecendo as metas para a inflação. Dessa forma, o nível de ‘independência política’ do BCB teria ficado bem maior, passando de uma pontuação de 1/8 para 4/8, não obstante a fragilidade, já amplamente apontada, das bases legais do COPOM.

Grilli, Masciandaro e Tabellini também definiram outros 8 elementos (e outro *score* de 0 a 8), a constituir a ‘independência econômica’ de um banco central sobretudo a partir da natureza do acesso do controlador aos recursos do banco central, conforme abaixo:

1. O financiamento direto junto ao banco central é automático?

2. O financiamento direto junto ao banco central se dá com taxas de mercado?
3. O financiamento direto junto ao banco central é temporário?
4. O financiamento direto junto ao banco central está limitado a determinado montante?
5. O banco central pode participar do mercado primário de títulos do governo?
6. A taxa básica de desconto é fixada pelo banco central?
7. A supervisão bancária é conduzida pelo banco central?
8. A supervisão bancária é conduzida apenas pelo banco central?

A separação entre o banco central e o Tesouro é o tema fundamental na definição da ‘independência econômica’, na forma desses critérios, que incluem também o afastamento do banco central dos problemas bancários. É claro que pode haver enorme complexidade no relacionamento entre o banco central e o Tesouro, sobretudo se consideradas as infinitas vias indiretas pelas quais os bancos centrais podem fornecer recursos derivados em última instância da criação de moeda, ou de tributação disfarçada de bancos (repressão financeira), para financiar atividades de interesse do Tesouro. É claro também, sobretudo depois de 2008, que é ingênuo pensar que se o banco central guardar distância da supervisão bancária ficaria mais livre das responsabilidades inerentes ao papel de prestador de última instância, que é característico, talvez mesmo essencial para a definição de banco central. Na prática, o banco central não pode se afastar das urgências no domínio da estabilidade do sistema financeiro, vale dizer, das situações ditas de risco sistêmico. Se já havia muita discussão sobre a pertinência dos temas das perguntas 7 e 8 para afetar a condução da política monetária, a crise de 2008 trouxe o assunto para um plano completamente diferente. Em todos os casos que se seguiram às crises, onde os bancos centrais tiveram que atuar oferecendo liquidez emergencial para lidar com a turbulência, a intervenção foi muito obviamente desproporcional ao capital e aos outros recursos da instituição, mesmo se considerado o ‘meio circulante’ como conta patrimonial, conforme discutimos no Capítulo 2. Em julho de 2007, o capital do FED era de US\$ 34,1 bilhões e o saldo da conta ‘meio circulante’ de US\$ 781,4 bilhões, e alguns anos depois, em novembro de 2013, os ativos do FED chegaram a US\$ 3,8 trilhões. O acréscimo no balanço do FED no período é maior que o PIB do Brasil em 2013 (cerca de US\$ 2,5 trilhões), trata-se de número suficientemente grande para que todas as perguntas sejam cuidadosamente formuladas e respondidas sobre alçadas e responsabilidades para se desembolsar tanto dinheiro cuja origem é muito flagrantemente o recurso ao acionista controlador e garantidor. A exata natureza desses recursos varia de lugar para lugar em razão das definições institucionais do relacionamento entre o Tesouro e seu banco central. Em geral, todavia, não se deve perder de vista que os recursos utilizados nas operações de *bail-out* no contexto da crise de 2008 são provenientes de aumentos na dívida

pública e não de impressão de pedaços de papel pintado numa gráfica. O caso talvez mais simples e revelador é o americano onde o Tesouro repassou vastos montantes de títulos ao FED, tal qual um empréstimo ou adiantamento, que os trocou por ativos de base hipotecária, na primeira geração de operações de afrouxamento quantitativo.

Esse mecanismo trouxe dúvidas muito compreensíveis sobre a autoridade e independência do FED, e genericamente a qualquer banco central executando operações semelhantes, para decidir sobre um assunto que ia bem além dos seus próprios recursos. A esse respeito, vale observar que as autoridades monetárias e fiscais atuaram coordenada e conjuntamente no episódio, conforme exigido pela ocasião, sendo que o episódio resultou em uma mudança paradigmática que se desdobrou nos anos a seguir, pela qual a importância de políticos eleitos e de funcionários de ministério da Fazenda se ampliou consideravelmente em uma grande quantidade de novos comitês e instâncias decisórias referentes a assuntos de economia bancária, sobretudo no tocante a regimes especiais, resolução de ativos e atuação como prestador de última instância<sup>29</sup>. Esse movimento encontra várias explicações, a começar pelas dúvidas sobre a autoridade, tanto do FED quanto do Tesouro, para comandar recursos fiscais de tamanha magnitude e prosseguindo a partir das compreensivelmente maiores demandas por mais transparência, fiscalização (*oversight*) e responsabilização (*accountability*)<sup>30</sup>. Este processo se deu sob grande tensão, em vista das demandas políticas por mais transparência e *accountability* em torno de decisões que envolviam recursos tão imensos, mas teve lugar sem maiores conflitos de interesse perceptíveis entre as autoridades fiscais e monetárias, e sobretudo sem que as mudanças se mostrassem ofensivas à independência do FED. Nesse contexto, Stanley Fischer, observou que “muitos bancos centrais possuem papéis adicionais à política monetária, em particular, a regulação bancária e a supervisão [e] para esses papéis, em certos casos, são estabelecidos seus próprios níveis de independência”. Se os assuntos são fiscais, ou para-fiscais, a instância decisória, ou responsável, não deve ser o banco central, ou o banco central isoladamente, havendo necessidade de envolvimento das autoridades fiscais. Desse modo, as mudanças trazidas pelo *Dodd-Frank Act* devem ser vistas mais como um aprimoramento na governança da moeda *lato sensu*, e menos como um ataque ao dogma da independência da autoridade monetária. Ao atentar para a diferença entre independência para estabelecer objetivos e para escolher instrumentos, Fischer reafirma que

---

<sup>29</sup> Gadinis, 2013 documenta esta mudança comparando legislações de 15 países entre 2007 e 2010, para as quais computa um índice que afere a “politização” de 15 temas referentes à regulação bancária. O índice passa de 5,7 para 7,9, numa escala de 0 a 10, revelando uma ampliação da influência política em muitas decisões importantes referentes à regulação, autorização e auxílio financeiro a bancos. (p. 358)

<sup>30</sup> A ilustração mais importante é o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, uma peça legislativa com 848 páginas e outra 11 mil de regulação daí derivada. Cf. Prates, 2016, p. 5.



“a resposta do FED [através do afrouxamento quantitativo] foi um exercício *cuidadosamente considerado* de independência instrumental que se revelou efetivo, apropriado e necessário à luz do mandato conferido pelo Congresso e pelo qual o FED pode ser responsabilizado. Com efeito, sem essas operações, a economia americana teria sofrido uma recessão significativamente maior e mais prolongada do que a recessão bastante substancial que de fato experimentou”.<sup>31</sup> É inevitável que se tome o *cuidadosamente considerado* como *um movimento coordenado com as autoridades fiscais*.

Evidentemente, melhor teria sido evitar o problema, uma conclusão que terminou a discussão sobre se os bancos centrais deveriam se envolver em supervisão bancária. Desta ideia derivou, inclusive uma nova ideia que passou a figurar com destaque na caixa de ferramentas dos bancos centrais, dentre as consideradas não convencionais, ao menos por ora, as chamadas “medidas macroprudenciais”, que podem ser definidas como “um regime sob o qual as autoridades podem ajustar de forma dinâmica os parâmetros regulatórios destinados a manter o grau desejado de resiliência do sistema financeiro”<sup>32</sup>. A opinião profissional em sua maioria, e com as exceções de praxe, aprovou a inclusão dessa novidade no acervo de possibilidades à disposição dos bancos centrais, mas entendeu que o emprego do instrumento deve ser anticíclico e especialmente apreciado na fase ascendente, justamente quando é mais impopular.<sup>33</sup> Nesse contexto se tornou um clichê repetir uma fala de 1955 do ex-presidente do FED, William McChesney Martin, segundo a qual a autoridade deve estar sempre na posição de quem manda retirar as bebidas justo na hora em que a festa está realmente esquentando. Já no Brasil, como já observamos no Capítulo 4 com respeito a medidas cambiais, a leitura sobre o que significa uma medida macroprudencial acabou um tanto dúbia, usando-se esta designação para qualquer medida de natureza regulatória, mesmo as que caracterizavam claramente ‘repressão financeira’, como os compulsórios brasileiros, discutidos logo abaixo.

Isso tudo considerado, as duas séries de oito perguntas acima discutidas permitem a confecção de medidas obviamente arbitrárias para a independência de bancos centrais que não devem ser vistas como mais que indicações sobre o que se passa em cada lugar. A variedade de configurações institucionais é enorme, e o enquadramento de cada situação em um simples questionário de múltipla escolha será sempre precário e sujeito a muitas opções e adaptações arbitrárias, como as determinadas pelas situações excepcionais de 2008. A

---

<sup>31</sup> Fischer, 2015, p. 5.

<sup>32</sup> Tucker, 2016, p. 89.

<sup>33</sup> *Ibid.*, p. 94.

demanda por métricas mais precisas, ou ao menos mais detalhadas, inclusive e principalmente para permitir a verificação de correlações com as variáveis macroeconômicas, levou à composição de índices mais elaborados e que acabaram alcançando grande aceitação, como os produzidos por Alex Cukierman em seu estudo pioneiro de 1992 para o Banco Mundial, também assinado por Stephen Webb e Bilin Neyapti. Este texto introduz três diferentes métricas de “independência”: a primeira é baseada em um *score*, à semelhança do que se obtém a partir das perguntas de Grilli *et alii*, a segunda é um índice que captura a rotatividade dos presidentes de banco central e a terceira é construída a partir de respostas produzidas por especialistas em um questionário temático. As duas primeiras são fáceis de calcular a partir de informações públicas sobre os bancos centrais de qualquer país, bastando examinar a legislação e os ocupantes dos cargos de direção. A terceira, por outro lado, necessariamente penetra em detalhes históricos e institucionais que acabam retirando a comparabilidade, e por causa disso os dois primeiros índices alcançaram muito maior utilização e popularidade entre pesquisadores, a despeito de seus defeitos. O índice de independência a partir de atributos pode ser visto na Tabela 9.1, que traz os pesos e os *scores* a serem atribuídos às diversas situações intermediárias.

Tabela 9.1: Índice de independência do banco central, atributos e pesos.  
(pesos para cada atributo entre parênteses)

Tema	#	variáveis	descrição	peso
Presidente do BC (20%)	1	Duração do mandato (5%)	maior ou igual a 8 anos	1
			entre 6 e 8 anos	0,75
			5 anos	0,5
			4 anos	0,25
			menos que 4 anos	0
	2	Nomeação do presidente do BC (5%)	conselho do BC	1
			Executivo, Legislativo e conselho do BC	0,75
			Legislativo	0,5
			Executivo	0,25
			um ou dois membros do Executivo	0
	3	Demissão do presidente do BC (5%)	sem previsão legal	1
			apenas por razões não relacionadas às políticas do BC	0,83
			discionária pelo conselho do BC	0,67
			discionária pelo Legislativo	0,5
			incondicional pelo Legislativo	0,33
			discionária pelo Executivo	0,17
incondicional pelo Executivo	0			
4	Exercício simultâneo de outros cargos (5%)	proibido por lei	1	
		apenas quando permitido pelo Executivo	0,5	
		sem previsão legal	0	
Formulação de políticas (15%)	5	Quem formula a política monetária (5%)	BC sozinho	1
			BC participa, mas com pequena influência	0,67
			BC apenas aconselha	0,33
			BC não opina	0
	6	Quem tem a palavra final em disputas (5%)	BC, nas questões definidas em lei como seu mandato	1
			Executivo, em questões não claramente dentro do mandato do BC	0,8
			Conselho com Executivo, Legislativo e BC	0,6
			Legislativo, em questões de políticas	0,4
			Executivo, em questões de políticas, com participação do BC	0,2
Executivo, de forma incondicional	0			
7	Papel do BC no processo orçamentário (5%)	BC ativo	1	
		BC sem nenhuma influência	0	
Objetivos (15%)	8	Proteção do poder de compra da moeda (15%)	único objetivo fixado em lei, e BC com prioridade em disputa com Executivo	1
			único objetivo fixado em lei	0,8
			um dos objetivos, mas com outros compatíveis (estabilidade financeira)	0,6
			um dos objetivos, mas com outros potencialmente conflitantes	0,4
			sem objetivos fixados	0,2
objetivos fixados que não incluem estabilidade de preços	0			

Tabela 9.1 (cont.)

Limitações para empréstimos diretos e indiretos ao Executivo (50%)	9	Adiantamentos ao Executivo (15%)	Proibidos	1
			Permitidos, mas sob limitações estritas	0,667
			Permitidos, mas com limites flexíveis	0,33
			sem limitações	0
	10	Empréstimos securitizados e direcionamentos (10%)	Proibidos	1
			Permitidos, mas sob limitações estritas	0,667
			Permitidos, mas com limites flexíveis	0,33
			sem limitações	0
	11	Termos dos empréstimos (prazos, taxas, etc.) (10%)	controlados pelo BC	1
			determinados em lei ou regulamento	0,667
			acordados com o Executivo	0,33
			decididos pelo Executivo	0
	12	Tomadores (5%)	apenas o Executivo	1
			todos os níveis, inclusive estados	0,667
			idem, inclusive empresas estatais	0,33
			setor público e privado sem restrições	0
	13	Limites para o BC (2,5%)	limites em valores determinados	1
			em parcelas do passivo ou capital do BC	0,667
			em parcelas da receita do governo	0,33
			em parcelas da despesa do governo	0
	14	Prazos (2,5%)	menor que 6 meses	1
			menor que 1 ano	0,667
			mais que 1 ano	0,33
			sem limitação de prazo	0
	15	Juros (2,5%)	acima de certo piso	1
			taxas de mercado	0,75
			abaixo de certo máximo	0,5
			não especificado	0,25
16	Proibição de atuar no mercado primário (2,5%)	sim	1	
		não	0	

Fonte: adaptado de Cukierman *et al.*, 1992, pp. 358-359.

Os elementos que formam o índice descrito na Tabela 9.1 compreendem os que foram tratados nas duas séries de oito perguntas acima elencadas, além de outros pertinentes a aspectos específicos da governança de um banco central, porém com pesos e *scores* que levam a uma nota geral entre 0 e 10. Os pesos e pontos são evidentemente arbitrários, mas definições *ad hoc* são inevitáveis se o objetivo é produzir uma indicação quantitativa de independência, bem como um *scorecard* destinado a servir como guia. Na verdade, como o objetivo é a comparação, ou a posição relativa entre países, o número absoluto para os *scores*, bem como para os pesos, tem pouca importância. A definição proposta associa um peso de 50% ao relacionamento com o Tesouro Nacional, sendo que a outra metade do índice teria como elementos o mandato do presidente (20%), o processo de formulação das políticas (15%) e as metas do banco central (15%)<sup>34</sup>.

É fácil ver que o questionário nem sempre parece apropriado para os arranjos brasileiros, por exemplo, quando atribui importância ao exercício simultâneo de outros cargos pelo presidente do banco central, à influência deste no processo de elaboração do orçamento e mesmo nos detalhes do relacionamento com o Tesouro Nacional. Dessa forma,

<sup>34</sup> Na literatura empírica, é comum que se use os diferentes componentes da independência para avaliações sobre qual conceito melhor se vê refletido no desempenho das variáveis macroeconômicas. É como se os pesos pudessem ser ajustados para indicar a melhor definição de independência, considerada a aderência econométrica aos objetivos estatutários de cada instituição. Cf. Siklos, 2008.

o enquadramento das realidades brasileiras no índice há de requerer certo esforço de interpretação<sup>35</sup>. Também é importante notar que o índice não inclui definições pertinentes à supervisão bancária ou à estabilidade do sistema financeiro, uma área onde a crise de 2008 teve efeitos muito importantes, conforma observado acima.

O próprio Cukierman calculou o índice para o Brasil em dois trabalhos diferentes mostrando 0,21 para 1980-89 e 0,26 para os “anos 1980”<sup>36</sup>, sendo certo, para começar, que em vista da nova Constituição de 1988, e sobretudo do disposto no Artigo 164 (§1), o índice se modificaria na medida em que o relacionamento entre o BCB e o Tesouro passaria a se sujeitar a novas limitações. Na tentativa de replicar os cálculos de Cukierman, a Tabela 9.2 chegou a 0,24, tomando a configuração institucional logo anterior às mudanças de 1988. Note-se que no Gráfico 9.1 acima a definição de banco central independente considera como tal aqueles com um índice de Cukierman superior a 0,375, o que deixaria de fora o BCB em sua configuração de 1988, antes da nova Carta. Em Cukierman *et al.*, 1992, o Brasil apresenta um índice de 0,21 na posição 44 dentro de uma amostra de 51 países e em Cukierman, 1992, com um *score* de 0,26 para os 1980s, o Brasil ocupava a posição 51 numa amostra semelhante, apenas um pouco maior, com 68 países avançados e emergentes<sup>37</sup>. A Tabela 9.2 mostra a evolução desse índice para o Brasil entre 1988 e 2013:

---

<sup>35</sup> Some-se a isso o fato de que há temas que podem estar a cargo do banco central e que interferem bastante na sua capacidade de executar a política monetária, como a política cambial.

<sup>36</sup> Cukierman *et al.*, p. 362 e Cukierman, 1992, p. 381.

<sup>37</sup> Na distribuição de frequência exibida na Tabela 9.3 adiante, considerando 72 países para 1980-89 parece se confirmar a posição relativa do BCB entre os menos independentes do mundo.

Tabela 9.2: Índice de Cukierman, Brasil, 1980s, 1996 e 2013.  
(pontuação por atributo a cada ano)

#	tema	antes de 1988	1996	2013
1	termo	-	-	-
2	quem nomeia	0,50	0,50	0,50
3	quem demite	-	-	-
4	outra função	1,00	1,00	1,00
5	quem formula	0,33	0,67	0,67
6	quem decide	0,40	0,60	0,80
7	orçamento	-	-	-
8	objetivos	0,40	0,60	0,60
9	TN - empréstimos	-	0,67	0,67
10	TN - securitizações	0,33	0,67	0,67
11	TN - taxas	0,33	0,67	0,67
12	TN- tomadores	-	-	-
13	TN - limites	-	1,00	1,00
14	TN - prazos	-	-	-
15	TN - taxas	0,25	0,50	0,50
16	TN - mercado primário	-	1,00	-
	índice total	0,24	0,53	0,51

Fonte: cálculos do autor, com base em parâmetros da Tabela 9.1.

A evolução do índice para o Brasil depois de 1988, e em resposta às várias alterações institucionais posteriores, não é matéria simples, como bem ilustra a discussão sobre o real escopo da vedação imposta pelo Artigo 164 (§1) da Constituição Federal. Deve-se ter claro que a restrição diz respeito a empréstimos, inclusive indiretos, uma conceituação meio oblíqua, que jamais foi objeto de regulamentação e está sujeita a muitas interpretações<sup>38</sup>. Na prática, a vedação não atinge algumas importantes áreas cinzentas entre o Tesouro e o BCB especialmente em duas províncias: operações onde bancos federais agem por conta e ordem do Tesouro e depois vão procurar recursos no BCB, e as diversas situações normalmente descritas como ‘direcionamento’ de recursos do BCB normalmente oriundos de depósitos compulsórios sobre depósitos à vista, a prazo e de poupança que, desde sempre, vêm sendo utilizados para políticas públicas em leis e regulamentos de variada espécie. Já na época da SUMOC, quando primeiro se estabeleceram os compulsórios, os ‘direcionamentos’ começaram a ser praticados, e em seguida, na Lei 4.595/64, a determinação acabou consagrada no Art. 4, que define as competências privativas do CMN<sup>39</sup>. Historicamente os compulsórios são bastante elevados no Brasil, em comparação com outros países, face à sua

<sup>38</sup> Para uma discussão pormenorizada, inclusive através da discussão do tema na Assembleia Nacional Constituinte, ver Monteiro, 2016.

<sup>39</sup> No inciso XIV, item c está previsto que o CMN pode “determinar percentuais que não serão recolhidos, desde que tenham sido reaplicados em financiamentos à agricultura, sob juros favorecidos e outras condições fixadas pelo Conselho Monetário Nacional”.

flagrante e recorrente utilização como mecanismo de política fiscal, ou de repressão financeira, ou ainda como tentativa de capturar parcelas relevantes das receitas inflacionárias dos bancos<sup>40</sup>. Um depósito compulsório com utilização obrigatória dos recursos, no todo ou em parte, pelo BCB, BB ou mesmo pelo próprio banco depositante, em certa finalidade e em condições facilitadas, ou seja, com subsídio, para começar, descaracteriza o instrumento como pertencente à política monetária. Foi nessa direção que opinou Otavio Gouvea de Bulhões em diversas ocasiões, a partir do momento em que esta distorção se tornou prática habitual.<sup>41</sup> Em segundo lugar, deve ser claro que o mecanismo *configura muito claramente um gasto fiscal financiado por recursos do BCB*. Não se trata aqui de opinião jurídica sobre descumprimento da Constituição, mas de ponto de vista do signatário quanto ao significado econômico do mecanismo de utilização dos recursos do compulsório para propósitos fiscais, no esforço de enquadrar as práticas brasileiras nas métricas internacionais de independência.

Adicionalmente, é muito claro que tais compulsórios e/ou direcionamentos funcionam tal qual um “imposto sobre o crédito”, pois encarecem o crédito livre, uma vez que os bancos precisam compensar o custo desta captação de recursos que não utilizam, ou não o fazem em condições de mercado, no que cobram pelos empréstimos com recursos livres<sup>42</sup>. Não há dúvida que esses mecanismos estão dentro da definição de “repressão financeira”, um tema antigo e feio, que voltou à baila recentemente face à sua vasta e descontrolada ampliação na administração Dilma Rousseff com as implicações que seriam previsíveis sobre o custo do crédito.

Independentemente disso, depois da crise de 2008 proliferaram justificativas para os compulsórios elevados praticados no Brasil baseadas em seu “valor prudencial”, sobretudo em um momento quando o Comitê de Basileia passava a recomendar provisões de liquidez a serem observadas pelos bancos genericamente, como o LCR (*Liquidity Cover Ratio*). Subitamente a “jabuticaba” brasileira ganhava um novo sentido, o que não foi perdido pelo ministro Guido Mantega ao comentar que “os chamados países desenvolvidos possuem compulsórios em proporção menor que 10%, e nós temos [taxas para compulsórios] de 53%

---

<sup>40</sup> O tema é antigo, muito estudado, e mereceu uma resenha recente em Robitaille, 2011.

<sup>41</sup> Segundo entrevista concedida em 1979 e aludindo ao fato de Eugenio Guin, quando ministro da Fazenda nos anos 1950, ter recomendado a guarda desses depósitos em “cofre destacado” e que “não poderiam ser postos em circulação”, Bulhões observou que “hoje (1979), os depósitos compulsórios são[até] em maior proporção, mas com a enorme desvantagem de voltarem à circulação, por meio de empréstimos realizados pelo Banco do Brasil. Anula-se o instrumento de absorção dos meios de pagamento”. Cf. Bulhões, 1979.

<sup>42</sup> O exato tamanho do aumento no *spread* bancário produzido pelos compulsórios é matéria controversa, tendo em vista que as decomposições de fatores determinantes do *spread* a partir de dados contábeis mostram uma influência muito menor do que costuma ser a opinião média sobre o assunto. Cf. Koyama *et al.*, 2008.

sobre nossos depósitos à vista. O que no passado era um defeito se tornou uma vantagem para nós”.<sup>43</sup>

Na essência, os ‘direcionamentos’, em seus variados formatos, bem como o crédito direcionado de forma mais geral, geram recursos extra orçamentários para a execução de políticas de interesse do Tesouro, sendo certo que a presença desses mecanismos afeta o cálculo do índice de Cukierman para o BCB nos itens pertinentes ao relacionamento entre o BCB e o Tesouro, independentemente do que pensam os advogados sobre a violação do Artigo 164 da Constituição Federal. A forma exata como o ‘direcionamento’ afeta o índice depende de cada mecanismo e da interpretação a ser dada a cada caso, o que pode tornar o cálculo do índice um empreendimento muito trabalhoso, de tal sorte que a Tabela 9.2 trabalhou com aproximações apenas.

Em outros itens do índice como, por exemplo, o que trata da presença do banco central no mercado primário de títulos públicos, o novo dispositivo constitucional teve efeitos mais claros, como é possível ver na Tabela 9.2. Tudo considerado, o valor do índice para 1996 cresce para 0,53, o que, *strictu sensu* colocaria o BCB entre os bancos centrais considerados independentes, uma vez obedecido o critério limitado do Gráfico 9.1, o que certamente não faz sentido algum para o período 1988-1994 face às inúmeras outras janelas de acesso aos recursos do BCB, notadamente através de bancos públicos de que tratamos no Capítulo 6, *que não se consegue introduzir nos quesitos do índice*. A partir de 1996, entretanto, quase todas essas possibilidades desaparecem de tal sorte que há mais conforto em aceitar o valor mais elevado para o índice relativamente à primeira coluna da Tabela 9.2

Há certo progresso no período posterior a 1996, sobretudo com o regime de metas, que introduz alterações em práticas e procedimentos no processo decisório e nos objetivos da política monetária que não podem ser ignoradas, mesmo que não tenham resultado de alterações na Lei 4.595/64. Em 2008, todavia, observa-se um retrocesso através da Lei 11.803/08 cujos efeitos foram os de criar um mecanismo em tudo equivalente ao Tesouro fazer uso do BCB para a colocação primária de seus papéis. Para diversos observadores a Lei 11.803/08 alterou para pior o relacionamento entre o BCB e o Tesouro, uma constatação que não invalida as justificativas para a introdução dos novos termos, sem os quais o Brasil talvez viesse a se encontrar em situação semelhante à que passaram alguns países da periferia europeia (os chamados PIIGS) a partir de 2009, tampouco estabelece a sua inconstitucionalidade, vale dizer, a violação ao Art. 164 (§1)<sup>44</sup>. Tudo considerado, o índice

---

<sup>43</sup> *Apud* Robitaille, 2011, p. 3 a partir de entrevista para a *Folha de São Paulo* em 19.10.2008.

<sup>44</sup> Ver Mendes, 2016 bem como diversas outras contribuições à mesma coletânea organizada por Edmar Bacha.



registra uma pequena queda para 0,51 na data base 2013, como pode ser visto na Tabela 9.2. Não há dúvida que há avanço relativamente a 1988, mas também é verdade que o paradigma global se moveu, conforme pode ser visto na Tabela 9.3, de tal sorte que ainda se pode afirmar que o país ainda se encontra muito atrasado na organização institucional de seu sistema monetário ou que a fronteira da independência parece ter se deslocado, a julgar pelas práticas internacionais<sup>45</sup>.

Tabela 9.3: Independência de banco central, 1980-2003.  
(distribuição de frequência)

	Todos os países		Países avançados		Países emergentes e em desenvolvimento	
	1980-89	2003	1980-89	2003	1980-89	2003
$IC \leq 0,2$	6	1	2	1	4	0
$0,2 \leq IC \leq 0,4$	39	13	11	7	28	6
$0,4 \leq IC \leq 0,6$	24	34	5	3	19	31
$0,6 \leq IC \leq 0,8$	3	20	3	2	0	18
$IC \geq 0,8$	0	28	0	13	0	15
<b>total</b>	<b>72</b>	<b>96</b>	<b>21</b>	<b>26</b>	<b>51</b>	<b>70</b>

IC é o índice de Cukierman conforme a Tabela 1. Fonte: dados para 1980-89 de Cukierman, Webb & Neyapti, 1992 e para 2003 de Crowe & Meade, 2007, p. 73.

Conforme se observa pelos números para 2003, há um movimento muito significativo de elevação do grau de independência de bancos centrais em escala global, em linha com o exibido no Gráfico 9.1: o valor médio do índice para 2003 ultrapassou 0,60<sup>46</sup> e a evidência mais recente sugere que a média mundial continuou a se elevar<sup>47</sup>. Sem dúvida, o grande evento a impulsionar esta tendência em anos recentes foi o processo de unificação monetária europeia ao longo dos anos 1990 e a formação do BCE (Banco Central Europeu), que nasce com um índice elevadíssimo de independência, 0,83<sup>48</sup>. Era um experimento ousado e um difícil teste para este conceito de independência que passava a ser o ponto focal para a constituição monetária europeia como ficaria claro alguns anos mais tarde, quando se apresenta a crise de 2008. O tema específico do distanciamento do BCE relativamente aos tesouros nacionais dos países sócios entraria no epicentro da crise envolvendo alguns países que posteriormente foram agrupados no acrônimo PIIGS (Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha). Esses países perderam as alternativas que lhes permitia um banco central com

<sup>45</sup> Vale observar que o Gráfico 9.1 poderia perfeitamente ser feito considerando diferentes definições, mais estritas, de banco central independente, ou mesmo trabalhar com o índice médio da amostra, como faz Garriga, no prelo, sem alterar as tendências que o gráfico procura ilustrar.

<sup>46</sup> Crowe & Meade, 2007, p. 72.

<sup>47</sup> Garriga, 2014, Figura 5, p. 17.

<sup>48</sup> Crowe & Meade, 2007, p. 73.

poder de emissão de uma moeda nacional a lhes auxiliar no financiamento da dívida pública em momentos difíceis. Para os PIIGS ficou claro que a rolagem de suas dívidas, ainda que denominada em sua nova moeda nacional, o euro, funcionava exatamente como se fosse refinanciamento de *dívida externa*, ou dívida denominada em moeda que não era a sua ou que não era capaz de fazer. Esta descrição, quando aplicada a países emergentes corresponde, ao menos em parte, ao que ficou conhecido como ‘pecado original’, conforme definido em 2002 por Eichengreen, Hausman e Panizza, que consistia em endividar-se numa moeda diferente daquela que o país poderia obter em seu próprio banco central ou pela coleta de impostos em seu território. No caso da União Europeia, contudo, era como se apenas houvesse os impostos para servir de lastro ao endividamento na nova moeda, eis que o novo sistema funcionava como se fosse um *currency board* coletivo, associado a uma moeda que os membros da união monetária não podiam mais fabricar, mesmo em casos de crises. Nesse arranjo, concebido para funcionar como uma espécie de padrão ouro e com o BCE funcionando como ‘autoridade mineradora’, a formação dos juros sobre os papéis dos países membros se deslocava para os leilões de títulos dos respectivos tesouros nacionais, onde apareciam *spreads* sobre as taxas básicas do BCE expressando as avaliações de mercado do risco fiscal de cada país. Não era difícil enxergar que o novo arranjo com elevada independência entre a autoridade monetária e seus sócios exigia um padrão bastante mais elevado de disciplina fiscal, mas apenas *a posteriori* ficou realmente claro que alguns dos países membros não estavam preparados para isso.

A renúncia à capacidade de emissão de sua própria moeda colocava esses países diante de riscos não tanto de ataques cambiais, como no caso argentino, mas de surtos de desconfiança quanto aos títulos desses países e respectivas probabilidades de *default*, um assunto muito discutido na ocasião<sup>49</sup>. Na nova situação ficava indefinida a posição do BCE diante de uma ou mais urgências em rolagens de dívidas, como ocorreria com os PIIGS de forma particularmente aguda a partir de 2009. Durante uma primeira fase do problema o foco esteve na política fiscal, pois os efeitos nefastos da crise bancária na dívida pública desses países foram enormes, com isso deslocando todos eles para um terreno onde havia sérias dúvidas sobre sua sustentabilidade fiscal. Os tesouros nacionais viram-se sozinhos diante de mercados exigentes e nervosos, e tinham nos preços de seus papéis uma variável que capturava todos os sentimentos de mercado diante das suas contas. Os juros, ou melhor dizendo, os *spreads* de cada um começaram a subir muito perigosamente, indicando a

---

<sup>49</sup> Um enunciado contundente dos temas básicos nesse debate é oferecido por Paul Krugman “The printing press mystery” *New York Times*, 17.08.2011. Uma discussão mais extensa do assunto pode ser encontrada em Corsetti, 2015.

presença da insustentabilidade, e com isso tiveram início os esforços de ajustamento e de reescalonamento das dívidas em troca de programas de ajustes patrocinados em conjunto pelo BCE, FMI e Comissão Europeia, a famosa *troika*. Em setembro de 2012, os programas tomaram novos rumos quando o BCE implantou o programa conhecido como OMT (*Outright Monetary Transactions*) que, na essência, introduzia títulos soberanos dos países com problemas entre os ativos elegíveis para a versão europeia do “afrouxamento quantitativo” conduzido pelo BCE. O programa se seguiu de um famoso e polêmico pronunciamento do presidente do BCE, Mario Draghi, em 26 de julho de 2012, segundo o qual “dentro de nosso mandato, o BCE está pronto para fazer o que for necessário para preservar o euro”. A declaração ecoava outra anterior, de 18 de fevereiro de 2012, pela qual Ben Bernanke, presidente do FED, afirmou que “o FED tem feito e continuará a fazer todo o possível dentro dos limites de sua autoridade para apoiar a restauração de estabilidade financeira e da prosperidade econômica de nossa nação”.<sup>50</sup> Essas observações levantaram dúvidas sobre a autoridade desses bancos centrais para movimentações de tal natureza e nos volumes considerados, como acima observado com relação aos EUA, e no caso europeu em especial, o assunto suscitou um pronunciamento específico e negativo da Corte Constitucional alemã. A corte entendeu que o programa era de política econômica e não de política monetária, e que violava a soberania alemã em assuntos fiscais e que, ademais, violava as proibições de o BCE financiar os seus acionistas<sup>51</sup>. O assunto ainda irá à Corte de Justiça de União Europeia, antes de uma apreciação final, sendo certo que o fato de o euro ser “uma moeda sem um estado” torna o assunto da independência do BCE um tanto mais complexo sobretudo na transposição para o ambiente europeu da prática de “afrouxamento quantitativo”, tanto pelo fato de que se trata de um assunto fiscal, ou da criação de obrigações para os acionistas que vão além dos recursos do BCE, quanto pela utilização de papéis soberanos de estados membros. São assunto difíceis a resolver nos próximos anos.

A experiência oferece uma excelente ilustração de como um banco central pode ajudar o seu acionista controlador em um momento de problemas fiscais e/ou excesso de endividamento, como, de resto, a experiência da Lei 11.803/08, acima mencionada, deixou muito claro. Apenas se pode especular sobre o que ocorreria, no caso brasileiro, se o BCB estivesse sujeito a níveis de independência, ou de impedimentos (ou proteções) para trabalhar com seu acionista controlador, semelhantes aos do BCE antes do OMT, na eventualidade de o Tesouro experimentar dificuldades com a rolagem de sua dívida e tivesse que utilizar mais

---

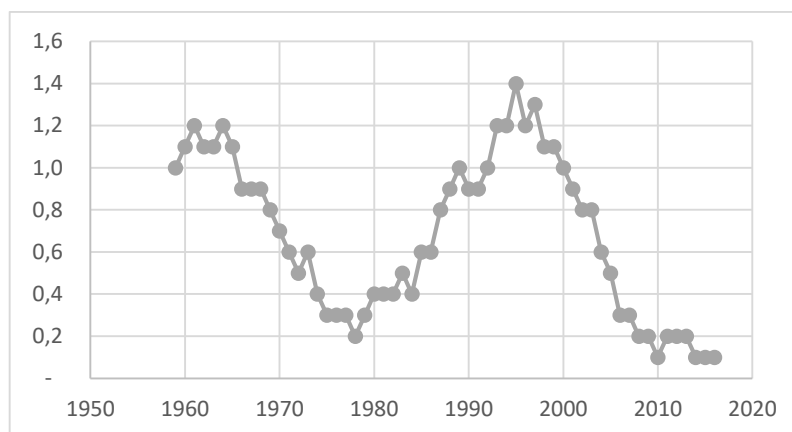
<sup>50</sup> *Apud* Lastra, 2015, p. 31.

<sup>51</sup> Prates, 2016, p. 14 e Wilkinson, 2014, pp. 5-10.

ativamente os juros e os prazos para compensar investidores relutantes, uma situação que jamais se apresentou na história recente do país. Esta situação forneceria uma indicação do tamanho da componente fiscal nos altos juros praticados no Brasil, o que poderia ser revelador e educativo. O problema é com a inflexibilidade quando vem uma crise. Um grau de independência *menor* facilita as coisas em um momento de dificuldade, dá mais flexibilidade às autoridades, mas claramente eleva a tolerância com relação à indisciplina fiscal, cria incentivos perversos (*moral hazard*) e pode levar o país a ‘equilíbrio inferior’, com mais dívida e mais juros, relativamente a outro sob disciplina fiscal. Enquanto na Europa existe *peer pressure* para evitar os incentivos perversos criados pela postura do BCE pós OMT, no caso brasileiro, parece difícil escapar da situação onde a fragilidade fiscal cria o imperativo de flexibilidade por parte do BCB, e este apoio enfraquece o incentivo para qualquer providência mais profunda no plano fiscal. A transição de um equilíbrio inferior para outro sadio apresenta-se como um enorme desafio, e bem ilustra a complexidade da relação entre independência do BCB, política fiscal e monetária, e os resultados macroeconômicos decorrentes de cada arranjo. A independência pode ser uma providência importantíssima para assegurar que um equilíbrio virtuoso não seja abandonado, mas sua serventia é limitada quando o desequilíbrio fiscal já se encontra estabelecido. Talvez por isso o Brasil tenha estacionado em um nível de independência mediano para os padrões de hoje, e encontre dificuldades em progredir com o estado atual das contas fiscais e sobretudo da dívida pública.

Ainda que os progressos na governança da moeda medidos pelo índice de Cukierman não tenham sido impressionantes, faltando ainda muitos aperfeiçoamentos para que o BCB se aproxime da média mundial como acima observado, vale registrar que a rotatividades, ou tempo médio de permanência no cargo (*turnover*) dos presidentes do BCB, uma medida *ex post* muito utilizada para a independência de bancos centrais, registrou aumentos bem mais palpáveis, conforme pode ser visto no Gráfico 9.3:

Gráfico 9.3: Rotatividade (*turnover*) na presidência do BCB, 1959-2016.  
(número médio anual de mudanças da presidência)



Número médio anual de trocas do presidente do BCB nos 10 anos anteriores. Fonte: cálculos do autor, dados originais de BCB e SUMOC.

O Gráfico 9.3 inclui o período da SUMOC (1945-64) e mede, ano a ano, o número médio de trocas de comando no BCB, ou na SUMOC, nos 10 anos anteriores. É interessante observar que a rotatividade se reduz a partir do início das operações do BCB em 1965, alcançando um mínimo ao final da década de 1970, durante o governo militar, quando começa a subir fortemente até meados dos anos 1990, *pari passu* com a inflação. Depois da reforma monetária de 1994 a rotatividade vai diminuindo muito significativamente até se estabilizar em um número até maior que o mandato do presidente da República<sup>52</sup>. É um progresso, ainda que não se tenha chegado a mandatos maiores para o presidente do BCB, ou ao menos não coincidentes com os do Presidente da República.

Registre-se também, na coluna de boas notícias, que em anos recentes cresceu sobremodo a preocupação com a comunicação e especialmente com a transparência das ações dos bancos centrais, inclusive com o desenvolvimento de índices à semelhança do criado por Cukierman para traduzir o grau de transparência em *scores* e permitir comparações internacionais. Uma resenha recente desses esforços levou à confecção de um índice calculado para 37 países para 1998 e 2006, sem incluir o Brasil, cuja média mundial variou ligeiramente para cima, de 0,56 para 0,61 (levemente para baixo no caso de países emergentes, de 0,55 para 0,54) entre uma data e outra<sup>53</sup>. Um cálculo para o Brasil mostraria um progresso bastante mais significativo, de 0,30 em 1998 para 0,85 em 2006 quando o regime de metas de inflação já estava bem seguramente estabelecido. É interessante ter claro que a transparência é um elemento central no regime de metas, que cada vez mais se estabelece

<sup>52</sup> Claramente, todavia, o fenômeno se explica pela presença de reeleição.

<sup>53</sup> Crowe & Meade, 2007, pp. 81-82. O índice aí desenvolvido tem origem em Eijffinger & Geraats, 2006.

como um regime de respostas programadas a expectativas de inflação, de forma colaborativa e interativa, obedecendo modelos e pressupostos coletivamente aceitos, tal como se estabelecesse um contrato social em torno do que foi descrito por um antropólogo, ao estudar a comunicação dos bancos centrais, como uma “moeda pública” (*public currency*) para a estabilidade da qual o público, através de suas expectativas, é recrutado a participar de forma decisiva: “em vez de garantias explícitas sobre algum benefício, subvenção ou prerrogativa elevada, o compromisso [da autoridade monetária] é nos fornecer material intelectual – dados e análise – através do qual *nós como protagonistas* podemos apoiar a totalidade das promessas de uma ordem social singular”<sup>54</sup>. De fato, a aceitação explícita pelos bancos centrais da primazia do público, ou das percepções e entendimentos deste sobre a economia, algo que se descrevia no passado em termos vagos como “confiança” ou “credibilidade”, é uma tendência característica e inovadora da experiência monetária contemporânea. Nesse contexto, a independência dos bancos centrais levanta bem menos objeções no plano político, como o indevido empoderamento de burocratas não eleitos e atende a um déficit de legitimidade que pode ter crescido depois de 2008.

Antes de concluir esta seção é preciso reafirmar, como é praxe nesse tema, que a independência do banco central, mesmo quando observada como aperfeiçoamento da governança da moeda, não é panaceia, nem garantia de desempenho econômico superior, nem mesmo no tocante à inflação. A literatura empírica sobre este assunto mostra resultados dúbios, às vezes decepcionantes, como se passa com outras reformas modernizantes<sup>55</sup>. A empresas com melhores práticas de governança não são necessariamente as que apresentam melhores resultados financeiros<sup>56</sup>. A despeito disso, o mundo avança nesta direção, conforme pode ser visto no Gráfico 9.1, o que talvez esteja relacionado com um olhar mais benevolente sobre o conceito emergente de uma “moeda pública”, tal como acima descrito, sendo certo que essa nova tendência melhor encaixa a governança da moeda na dinâmica dos regimes democráticos.

No caso de regimes autoritários e/ou de países onde a qualidade das instituições é baixa, a lógica da governança da moeda é bem outra, como vimos ocorrer no Brasil durante a vigência do regime militar, experiência amplamente documentada no Capítulo 6. A dinâmica interna de regimes democráticos, quando se trata de pesos e contrapesos, é feita de

---

<sup>54</sup> Holmes, 2014, p. 218 grifos meus. Para alguns estudos empíricos sobre a experiência brasileira recente de efetividade da comunicação do BCB ver Carvalho, Cordeiro & Vargas, 2013, Costa Filho & Rocha, 2010 e Lima, 2015.

<sup>55</sup> Cf. Acemoglu *et al.*, 2008, p. 362-364, Eijffinger & Haan, 1996, Giannini, 2011, p. 159 e o próprio Cukierman, 1992, pp. 419-422.

<sup>56</sup>

mecanismos sutis. Fora do regime democrático, tudo se transforma, conforme observa Acemuglu *et al.*: “pouca gente esperaria que a privatização, a liberalização financeira e a independência do banco central tenham efeitos relevantes no Zimbabwe enquanto Robert Mugabe estiver no poder, ou no Sudão enquanto o regime cleptocrático e genocida de Omar al-Bashir continuar no poder”.<sup>57</sup>

Em conclusão, os índices discutidos nesta seção, com todas as suas limitações, fornecem um bom roteiro operacional dos aperfeiçoamentos institucionais necessários para colocar o país num patamar superior de governança da moeda. Depois da EC-40/02, alterando a redação do Art. 192 da Constituição Federal, nada impediria a discussão de alterações na Lei 4.595/64 tratando especificamente de independência, autonomia ou modernização do sistema monetário brasileiro. As objeções à maior independência se parecem com as razões de Eugenio Gudín para não criar um banco central na presença de grandes desequilíbrios fiscais, conforme mostramos no Capítulo 5, e logo acima ilustrado pelos problemas enfrentados pelos países da periferia europeia. No momento em que esse manuscrito se encerra é certo que o país se encontra num equilíbrio inferior, pelo qual o BCB está praticamente obrigado a auxiliar a rolar um endividamento claramente excessivo, e a natureza deste auxílio pode estar muito próxima da matéria do Artigo 164 da Constituição. As chamadas “operações compromissadas”, ou colocação de títulos do Tesouro com cláusula de recompra pelo BCB, se aproximavam de R\$ 1,0 trilhão, correspondentes a quase um terço do total da dívida pública mobiliária. A explosão dessas operações ocorreu depois da Lei 11.903/08, quando o Tesouro passou a poder transferir ao BCB sem ônus os títulos que não conseguia colocar em seus leilões. É difícil não interpretar o impressionante valor a que chegaram as operações compromissadas como uma medida da dificuldade de o Tesouro colocar seus papéis, ainda que parte do problema possa ter razões meramente estéticas, ou refletir a indisposição do Tesouro de praticar juros mais altos e prazos menores diretamente em seus leilões. Portanto, o momento é delicado, e pode não ser o mais adequado para introduzir embaraços no relacionamento entre o Tesouro e o BCB. Mas que o arranjo presente não é o que devemos contemplar como definitivo, isso é certo<sup>58</sup>.

Independente dessas dificuldades, no devido tempo, os temas a serem tratados em nova lei complementar dispendo sobre o BCB parecem claros à luz da análise efetuada nesta seção. Faria todo sentido definir objetivos específicos para o BCB, ainda que fossem mantidos os sete objetivos que a Lei 4.595/64 associa ao CMN, bem como mandatos para

---

<sup>57</sup> Acemuglu *et al.*, 2008, p. 354.

<sup>58</sup> É exatamente este o foco central do volume organizado por Edmar Bacha, 2016.

os dirigentes do BCB, possivelmente não coincidentes com o do Presidente da República. Projetos com esses termos já surgiram no Senado, incluindo também requisitos para a nomeação, demissão e regras restringindo as atividades de ex-dirigentes (quarentena). Faria sentido também que a composição do COPOM, bem como suas funções e termos de referência fossem definidos em lei e também que, em consonância com outras providências de ordem fiscal tendentes a melhorar o regime fiscal, que houvesse uma regulamentação do Artigo 164 (§1) a fim de limitar os espaços ‘para-fiscais’ envolvendo o BCB que sabidamente têm sido abusados, no âmbito da qual o relacionamento entre o Tesouro e o BCB passaria por uma bela revisão.

## **9.2. A década virtuosa, a crise de 2008 e a do retrocesso**

Os aperfeiçoamentos institucionais na regulação da moeda no bojo do Plano Real, compreendendo as mudanças esvaziando o CMN através da criação do COMOC e do COPOM, adicionalmente aos programas de saneamento, extinção e privatização de bancos públicos, bem como o tratamento regulatório dos bancos remanescentes com base nos princípios da Basileia, a posterior implantação do regime de metas de inflação, conjuntamente com novos processos e limitações fiscais, com destaque para a consolidação dessas diretrizes na LRF (Lei de Responsabilidade Fiscal, LC 101/00) e a política de flutuação cambial configurando o chamado ‘tripé’, formaram um conjunto poderoso de alterações institucionais e de medidas de política no âmbito do qual o real se tornou, conforme já demonstrado, o padrão monetário mais sólido e bem comportado de todos os oito padrões monetários que o Brasil teve depois de 1942.

Com as exceções de praxe, a opinião dominante no país toma o novo regime macroeconômico estabelecido em 1994 como uma conquista valiosa, tida como uma vitória coletiva e duradoura da nação e da razão, a ponto de se colocar a estabilidade da moeda na honrosa posição de valor necessário e essencial da vida econômica, conforme o registro triunfal de inúmeros observadores, inclusive os adversários do Plano Real. É este o desfecho, ao menos temporário, que um enredo que começa em 1933, pelo qual os extraordinários poderes envolvidos na adoção da moeda fiduciária são liberados, debatidos, ampliados e em seguida abusados de muitas maneiras até serem colocados sob controle cerca de sessenta anos depois. O Brasil viveu os horrores da inflação como um viciado que por longo tempo se enganou com prazeres efêmeros e artificiais, até descobrir que uma condição



absolutamente necessária para a verdadeira prosperidade, inclusive com justiça social, era abandonar as drogas. Mas como se passa habitualmente com esse tipo de patologia, a cura parece nunca se completar por inteiro: com frequência, mas sem muito alarido, aparece uma qualificação sugestiva, escapando como um murmúrio em meio ao elogio, um truísmo mal ocultando a malícia, segundo a qual a estabilização *não é um fim em si mesma*. Foi o que sobrou da arcana crítica à “estabilização ortodoxa” e suas agendas de responsabilidade fiscal e modernização. Foi esta a tese à qual se agarraram os amigos da inflação e do desenvolvimento inflacionista, aos olhos dos quais a estabilização rapidamente se tornou uma página virada, um assunto encerrado e após o qual era necessário retomar as prioridades sociais e os maus hábitos fiscais interrompidos em 1994. Como se os velhos erros não fossem mais trazer as consequências que sempre trouxeram.

Os desgastes em torno de processos que trazem benefícios difusos e custos concentrados, inclusive o de estabilização, são temas clássicos na literatura sobre a economia política das reformas, e bem conhecidos dos arquitetos do real, que sempre temeram que a janela política para a execução das reformas essenciais para a estabilização se fechasse antes do tempo. O fato é que a eleição em primeiro turno de Fernando Henrique Cardoso representava um mandato amplo para o andamento do que fosse necessário para consolidar a estabilização, obra que ainda tomaria alguns anos para estar concluída, como vimos no Capítulo 8. Sem embargo, era preciso criar um impulso duradouro e sustentado de reforma e modernização, inclusive mirando em outros imperativos econômicos que iam se apresentando, a fim de evitar a fadiga que geralmente acomete os países sujeitos a reformas de grande profundidade. Recuperar as agendas sociais, a produtividade e o crescimento despontavam como tarefas essenciais para o período a seguir, e seria ingênuo esperar que não fosse necessário outro lote de reformas para corrigir deformações antigas, por exemplo, associadas à inserção externa do país. Tanto era assim que em 1995, às vésperas de iniciar um governo que concentraria um número inusitado de reformas importantes, o presidente Fernando Henrique endossou a análise segundo a qual “com o tempo, o ataque aos ‘fundamentos’ deixou de ser apenas um esforço restrito ao equilíbrio fiscal e incorporou diversos outros temas associados à remoção de constrangimentos ao crescimento. A medida que os fundamentos fiscais e monetários vão se consolidando é natural que a agenda da estabilização se confunda com a agenda do desenvolvimento, e numa quadra onde este terá de ter lugar em contornos bastante diversos daqueles do passado recente”<sup>59</sup>.

---

<sup>59</sup> Franco, 1996, p. 28.

Entretanto, a execução das reformas a partir de 1995 e no decorrer do primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso resultou mais e mais contenciosa e acabou perdendo a maior parte de seu impulso no segundo mandato, no qual o presidente, confessadamente, tencionava “governar mais leve” em matéria de pautas complexas com o Congresso Nacional<sup>60</sup>. Como vimos no Capítulo 8, o programa com o FMI iniciado em fins de 1998 resultou essencial para reforçar a convicção, ou a “vontade política”, que parecia sempre minguar nos assuntos fiscais, sendo inclusive fundamental para assegurar, mais adiante, uma transição relativamente pacífica, ou menos tumultuada do que poderia ter sido, para o governo de oposição que se instalava no começo de 2003. Por sua própria conveniência, o presidente Luiz Inácio Lula da Silva manteve o acordo até meados de 2005, e seu *mix* macroeconômico ainda mais alguns anos. Foi como se o programa com o FMI tivesse servido como um substituto para um remédio institucional local, que se traduzia naquele momento na adoção discricionária do ‘tripé, de que falamos longamente no Capítulo 8. Não houve progresso institucional significativo no terreno da moeda depois de 2003, exceto, talvez pela adesão solerte do governo dos trabalhadores à disciplina do “tripé”. Nada melhor para consagrar princípios que assistir a sua adoção pelo maior de seus adversários conceituais, o Partido dos Trabalhadores, que se pôs a executá-los com zelo e acurácia, ainda que com certa variação, deles derivando os benefícios que cabem a autoridades diligentes e responsáveis, que eles não eram, mas estiveram, para usar uma adaptação da famosa *boutade* de Eduardo Portela.

A década que se seguiu ao início do acordo com o FMI resultou fundamental não apenas para consolidar a estabilização, mas também para firmar alguns progressos institucionais da maior importância no terreno monetário e fiscal. Conforme se observou no Capítulo 8, a despeito de sustentar-se unicamente sobre um decreto presidencial, o sistema de metas de inflação não apenas se manteve intocado como também se fortaleceu com a prática e com o desenvolvimento de diversos de seus mecanismos e processos. O novo regime caiu nas graças do mercado seja por que passou a significar a adesão do país às melhores práticas internacionais, ou pela percepção de que era *de facto* a tão almejada independência do BCB, entendida como a boa governança da moeda, conforme extensamente discutido na seção anterior. Práticas consagradas vão se tornando instituições antes mesmo que o ordenamento jurídico assim o determine, e no tocante ao regime de metas, tudo se passou como se o Presidente da República não tivesse mais os poderes para modificar um simples decreto, por maior que fosse sua contrariedade com o assunto. De

---

<sup>60</sup> Talvez repetitivo aqui, ver cap 8

forma semelhante, o COPOM assumia papel central na política monetária enquanto a COMOC esvaziava o CMN, de tal sorte redefinir a governança da moeda a favor do BCB. Os governos do PT, ao menos até 2009, segundo diversos relatos, não interferiram relevantemente com as decisões do COPOM, mas, por outro lado, também não fizeram qualquer movimento na direção da regulamentação parcial do Artigo 192, que passava a ser permitida depois da EC 40/03. Depois de 2009, no entanto, o sistema continuou em operação sob crescentes tensões, e a influência que a Presidente exerceu sobre as decisões do BCB, jamais admitida, tampouco negada, resultou limitada, ao se adotar como meta, na prática, o teto da margem de tolerância. Com certo cinismo se argumentava que este era o espaço de julgamento da Autoridade Monetária, que, na prática, apenas teve de escrever uma carta aberta sobre descumprimento da meta em 2016 a propósito da inflação de 2015. Em retrospecto, o sistema resistiu admiravelmente bem às pressões, seguramente poderia ter sido muito pior.

Tal como no caso do compromisso do BCB com a saúde da moeda expresso no “contrato” implícito no sistema de metas para a inflação, a ideia de responsabilidade fiscal se mostrou vitoriosa e além disso, foi deitando raízes com o passar do tempo. A mágica das palavras pode sempre assomar as disputas retóricas, e até aquele momento o conceito de “ajuste fiscal” sempre trazia consigo a ideia de castigo, sacrifício ou jejum, ao passo que a ‘responsabilidade fiscal’, como a sustentabilidade, alçava o tema ao elevado domínio do politicamente correto onde a crítica se tornava inviável. Com isso, uma simples ideia, uma nova maneira de expressar um velho axioma, vinha a configurar uma mudança paradigmática, entre cujas consequências práticas estava a de deslocar o desenvolvimentismo inflacionista do terreno da obsolescência, ou do cinismo, para o da ilegalidade. É claro que não se trava apenas de uma expressão em achada, a prática descrita no Capítulo 8, associada ao saneamento financeiro e fiscal dos estados, dava contorno operacionais muito claros ao termo. Os princípios e os mecanismos da LRF foram se disseminando pelos diferentes entes federativos e dali se estenderam em múltiplas direções, inclusive atraindo para si estruturas administrativas importantes, como os Tribunais de Contas espalhados pelo país, que passaram à condição de fiscalizadores da nova disciplina e portadores e entusiastas dessa nova cultura.

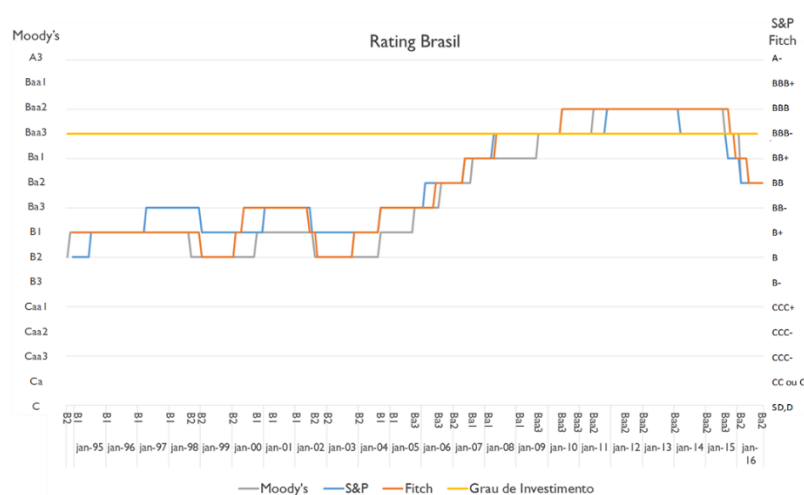
Durante esses dez anos de austeridade, ou de responsabilidade fiscal estritamente praticada, uma metade sob o comando de FHC e a outra já na presidência Lula, o crescimento foi bastante razoável, o que, em si, já confrontava certa sabedoria meio postiça que enxergava uma contradição entre uma coisa e outra, assunto que ganharia proeminência com os debates

sobre os programas de ajuste fiscal na periferia europeia logo adiante. É claro que existem dúvidas que este trabalho não pretende discutir sobre a contribuição exata de fatores conjunturais, internos e externos, reformas do passado e novas iniciativas para o bom desempenho da economia nesta década virtuosa que combinava crescimento, acumulação de reservas, redução da desigualdade e da dívida pública. Tudo parecia funcionar na direção correta, como se não existissem *trade-offs*, mesmo antes de o país ultrapassar a crise de 2008 sem maiores escoriações, e já reveladas as descobertas do pré-sal. Bons ventos combinados com a medicação adequada, conforme vinha sendo aplicada, melhoraram as perspectivas e a situação do balanço de pagamentos e das reservas em particular, conforme bem documentado no Gráfico 4.3 no Capítulo 4, e assim se apresentou o elemento que faltava às agências internacionais de risco soberano para alterar para melhor as notas para o país. O Brasil receberia o *investment grade* de duas delas, Standard & Poors e Fitch, em abril e maio de 2008 respectivamente, e da Moody's em julho de 2009. Em 12 de novembro desse mesmo ano a reportagem de capa do *The Economist* mostrava o Cristo Redentor subindo aos céus como um foguete, com o título *Brazil takes off* (o Brasil decola).

A evolução da classificação do risco soberano brasileiro depois de 1994, mostrada no Gráfico 9.4 abaixo:

Gráfico 9.4:

Classificação de risco soberano, Moody's, Standard & Poors e Fitch, 1994-2016



Rating para dívida em moeda estrangeira. Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

É importante notar que o significado do *rating* no mundo globalizado transcende a mera classificação de risco soberano *strictu sensu*, pois vai bem além da solidez financeira do tesouro nacional, ao envolver julgamentos mais amplos sobre o desempenho econômico do país, sua sustentabilidade e seu relacionamento com o exterior. É claro, por outro lado, que

o *rating* está longe de ser a última palavra sobre risco soberano, seja por que muitos reguladores, sobretudo bancos centrais, utilizam suas próprias métricas para uso de seus jurisdicionados, ou por que os mercados, para muitos propósitos, preferem as medidas de risco soberano aferidas diretamente em *spreads* dos títulos soberanos relativamente aos rendimentos dos ativos de baixo risco ou através de cotações para derivativos e seguros. Mas despeito das críticas que sempre se pode fazer à metodologia, aos critérios das agências e sobretudo ao *timing* dos julgamentos das agências relativamente ao que se passa nos mercados, a classificação de risco soberano está entre os mais importantes padrões que aplainam o terreno da globalização para a circulação de mercadorias, serviços e capitais. Um bom *rating* facilita a fluidez das trocas, eleva o tamanho dos mercados e potencializa a divisão do trabalho inerente à ideia de globalização. Desde quando o governo brasileiro assinou os contratos pelos quais o país passaria a contratar os serviços das agências de classificação de risco, em torno de 1994, na esteira dos esforços da República para estabelecer seu crédito no exterior através da emissão de títulos no exterior, o objetivo era alcançar o chamado *investment grade*, conforme ilustrado no Gráfico 9.4, que mostra as escalas das agências e sua equivalência.

O gráfico mostra que a nota de risco esteve relativamente estagnada em torno de B2-Ba3 para a Moody's e B/BB- para Standard & Poors e Fitch – o equivalente ao intervalo entre 3,0 e 4,0 numa escala de zero a dez - ao longo de vários anos desde 1994, justamente o período de maior incidência de reformas modernizadoras no Brasil, até iniciar uma trajetória ascendente na direção do *investment grade* – que equivale a uma nota de 5,5 numa escala de zero a dez – a partir de 2006, finalmente obtido pelas três agências entre abril de 2008 e julho de 2009. Medido através de *spreads* de papéis soberanos agrupados no EMBI, índice produzido pelo banco J. P. Morgan, e de amplo uso nos mercados, o risco soberano brasileiro estava na faixa de 1.300 pontos<sup>61</sup> quando o Plano Real foi feito e chegou a 340 pontos logo antes da crise da Ásia. Atingiu 1.730 pontos durante a mudança de regime cambial no começo de 1999, teve mínimas na faixa de 600 pontos daí até meados de 2002 quando a eleição de Lula levou a cotação ao máximo histórico de 2.400 pontos em setembro de 2002. Daí em diante as cotações despencaram, chegando a 420 pontos em janeiro de 2004 e 154 pontos em junho de 2007. Essas já eram cotações consistentes com o *investment grade* ou melhor. Como é comum de ocorrer, a conquista se dá primeiro no mercado, e depois se vê confirmada pelas agências, sempre ciosas de seu viés conservador. É curioso que a glória pela

---

<sup>61</sup> Isso significa que, nesse momento, uma carteira de títulos soberanos do Tesouro Nacional denominados em dólar negociava em mercado a um *spread* médio sobre o título americano de prazo comparável de exatos 13%.

conquista viesse a caber ao governo do PT, que não associava muita importância ao fato, tampouco aos princípios e modelos que sustentavam o julgamento das agências e, na verdade, justamente aí começava a desenvolver a sua nova matriz macroeconômica, a que se poderia atribuir o recuo do *rating* de volta para os níveis considerados especulativos alguns anos à frente, como se vê no gráfico.

É curioso e paradoxal que neste momento de triunfo, inclusive pela rápida superação da crise de 2008, onde pareciam desabrochar e amadurecer as instituições, práticas e valores estabelecidos pelas reformas a partir de 1994 terminando o longo percurso iniciado em 1933, que as respostas ditas não convencionais dos bancos centrais do mundo desenvolvido às urgências da crise viessem a introduzir inovações e incertezas conceituais sobre as conquistas brasileiras. Conforme observado na introdução a este capítulo, as ações do FED pareciam dialogar com o diagnóstico de Milton Friedman e Anna Schwartz sobre a Grande Depressão, e nesses termos, a opção pelo que depois ganhou o nome de “Afrouxamento Quantitativo” (ou *quantitative easing*, em inglês) e a magnitude desse movimento colocavam os bancos centrais que assim procederam em território absolutamente novo e desconhecido. As autoridades americanas sabiam que não podiam repetir as posturas dos anos 1930, consideradas desastrosas e baseadas em uma postura descrita à época como “liquidacionista” de não acomodação, ou de não intervenção no que claramente se configurava como crise sistêmica, pela qual, conforme a descrição de Eichengreen, “aqueles que se deixaram levar por excessos especulativos, na visão ados responsáveis pela política monetária, deveriam agora ser forçados a pagar o preço”<sup>62</sup>. Em sua seminal ‘História Monetária dos EUA’, Friedman & Schwartz concluem seu capítulo sobre as ações do FED diante do desafio da crise bancária com uma pergunta reveladora: “por que a política monetária foi tão inepta?” A resposta compreendia muitos fatores, com destaque para a popularidade dessa “teoria liquidacionista” – valendo lembrar que a mobilização de recursos públicos para resgatar bancos em dificuldades não é decisão política fácil - e também o vácuo de liderança deixado pela morte prematura de Benjamin Strong, o poderoso presidente do FED de New York, famoso pela sua atuação na reconstrução monetária internacional durante a década de 1920<sup>63</sup>.

---

<sup>62</sup> Eichengreen, 1992, p. 151. Ademais, “o conhecido conselho do Secretário do Tesouro Andrew Mellon a [o presidente] Herbert Hoover para ‘liquidar os sindicatos, liquidar as ações, liquidar os fazendeiros, liquidar os imóveis ... purgar a podridão do nosso sistema’ encapsulava de forma simples a visão dominante não apenas no Tesouro, mas também no Federal Reserve”.

<sup>63</sup> A ideia que eventos tão marcantes pudessem ter origem em questões de personalidade é admiravelmente abordada por Friedman & Schwartz, 1963, p. 419: “É um princípio geral bastante sólido que eventos importantes tenham origens importantes e, portanto, algo mais que as características das pessoas específicas e agências oficiais ... é requerido para explicar a catástrofe financeira nos EUA de 1929 a 1933. Entretanto, é também verdadeiro que pequenos eventos às vezes tenham enormes consequências, pois existem essas coisas designadas como reações em cadeia e forças cumulativas. Acontece que uma crise de liquidez em um sistema

Em um discurso de 2002 sobre este assunto específico, a propósito do aniversário de 90 anos de Friedman, o já membro do *board* do FED, Ben Bernanke, exibiu extraordinária presciência ao sugerir o que faria em 2008, à luz dos acontecimentos da década de 1930<sup>64</sup>:

Deixe-me terminar esta fala abusando ligeiramente do meu status como representante oficial do Federal Reserve. Gostaria de dizer a Milton e Anna: a respeito da Grande Depressão. Vocês estavam certos, nós a fizemos. Aceite nossas desculpas. Mas graças a seu trabalho, nós não o faremos novamente.

De fato, nos primeiros movimentos de resposta à crise, mesmo diante do imprevisto e da perplexidade com a dimensão da crise, podia-se enxergar a sombra de Friedman & Schwartz orientando a atuação do FED, e a justificar a despreocupação com a expansão da base monetária, tendo em vista a violenta contração do ‘multiplicador’<sup>65</sup>, de modo a evitar uma outra ‘grande contração’. Vai certo exagero em enxergar uma espécie de ‘contrafactual’ da Grande Depressão conduzido por um de seus historiadores<sup>66</sup>, mas não parecia haver outra referência, exceto pelas urgências da crise, a orientar as autoridades diante da crise. As políticas que se seguiram, designadas como de ‘afrouxamento quantitativo’ (*quantitative easing* ou QE), entretanto, foram bem além de uma lógica de *bail out* e representaram uma inovação marcante e revolucionária que se estendeu a outros países, especialmente quando se tratava de adquirir ativos privados, com as mais diversas consequências práticas e no plano conceitual. Alguns anos tiveram que passar para que a nova prática viesse a ser aceita como uma inovação que veio para ficar, ou da qual não se conseguia escapar. A exata interpretação, a avaliação dos desdobramentos, bem como o desembarque dessas políticas “não convencionais” permanecem em aberto, oferecendo um dos maiores desafios práticos e intelectuais de nosso tempo<sup>67</sup>.

A expansão dos balanços dos bancos centrais atuando como emprestadores de última instância para os bancos sob sua jurisdição correspondeu, por outro lado, a um aumento da dívida pública também de dimensões inéditas, e que apenas encontrava comparações com o que se observou após as duas guerras mundiais. Essa conduta evitou a propagação da crise bancária e estabeleceu, desde o início, um divisor de águas entre esta crise e a que se iniciou em 1929. Porém, os enormes aumentos na dívida pública na partida afetariam de forma

---

de reservas fracionárias pode produzir – e frequentemente produz – uma reação em cadeia. E o colapso econômico frequentemente tem a característica de um processo cumulativo. Ao avançar além de certo ponto, o processo ganha força a partir de seu próprio desenvolvimento e seus efeitos se espalham e retornam a intensificar o próprio processo de colapso”.

<sup>64</sup> Bernanke, 2002, p. 247.

<sup>65</sup> O multiplicador de M1 caiu à metade em algumas semanas (de 1,6 para 0,8) mas ainda assim M1 cresceu de menos de US\$ 1,4 trilhão para valores pouco acima de US\$ 1,6 trilhão.

<sup>66</sup> Como se depreende de Bordo & Rogoff, 2013, p. 64.

<sup>67</sup> É ampla a literatura sobre o assunto, o leitor interessado pode consultar a coletânea organizada por Olivier Blanchard e outros, 2016.

drástica as possibilidades subsequentes da política fiscal. A corrida para os ativos de menor risco, vale dizer os títulos do Tesouro Americano, elevou os preços destes a valores historicamente elevados, correspondentes a juros muito baixos, próximos de zero ou menos, situação muito assemelhada à que a literatura macroeconômica se acostumou a designar como “armadilha de liquidez”. O fenômeno fora identificado pelo próprio Keynes na sua Teoria Geral, mas sua versão mais famosa é a oferecida por John Hicks, em seu famoso ensaio de 1937, onde concebeu as curvas IS e LM (LL, no original), bem conhecidas dos estudantes de macroeconomia. Ao descrever o trecho inicial horizontal da curva LM, expressando o equilíbrio no mercado monetário quando a preferência pela liquidez ou a aversão a risco chegaram a níveis extremos, no qual “meios meramente monetários não poderão fazer a taxa de juros cair mais”, Hicks concluiu que “a Teoria Geral do Emprego é a Economia da Depressão”.<sup>68</sup> Esta era grande diferença entre Keynes e os clássicos, a ineficácia da política monetária e a potência da política fiscal, daí a explicação para recuperações baseadas em expansões fiscais em muitos países<sup>69</sup>.

A “armadilha da liquidez” sempre foi considerada um fenômeno raro, quase uma curiosidade associada às singulares condições do início da década de 1930, ao menos até uma reaparição interessante no Japão em meados da década de 1980. Um dos pioneiros a se debruçar sobre o fenômeno foi Paul Krugman, em um ensaio acadêmico em 1998, onde identificava o velho problema no Japão em torno de 1995, onde também se observava o desenrolar de uma dolorida crise bancária. Nesta ocasião, todavia, Krugman foi bastante cuidadoso ao prescrever o remédio keynesiano da expansão fiscal, inclusive diante da pouca efetividade que a receita vinha tendo na prática, mas baseando-se em seu próprio modelo teórico estilizado no âmbito do qual “há um forte viés contra a existência de algum papel para política fiscal pois a abordagem de otimização intertemporal por parte do agente representativo implica na equivalência ricardiana”<sup>70</sup>, ou, em linguagem mais mundana, a percepção de que o impacto expansionista do gasto seria praticamente cancelado pelos inevitáveis esforços para pagar o endividamento que aí aumentava *a partir de um nível já muito elevado*. Ainda assim, Krugman opinava que os estímulos fiscais “certamente teriam algum impacto”<sup>71</sup>, mas dependeria de “quanto estímulo seria necessário, por quanto tempo, e se as

---

<sup>68</sup> Hicks, 1937, p. 111.

<sup>69</sup> Uma exceção, de grande interesse para os dias atuais, é o observado por Romer, 1992, que repare que a política fiscal expansionista no EUA parece ter chegado depois de a recuperação estar estabelecida, o que veio a sugerir a ideia que a inflação, ao reduzir os juros ao território negativo, teria feito a maior parte do trabalho.

<sup>70</sup> Krugman, 1998, p. 158.

<sup>71</sup> *Ibid*, p. 159.



consequências em termos de dívida pública eram aceitáveis”.<sup>72</sup> Essas cautelas não foram mais encontradas no ano seguinte, 1999, quando Krugman publica um livro que ele mesmo descreveu como pertencente à “economia de aeroporto” e cujo título era, em uma tradução ao pé da letra, “o retorno da economia da depressão”, e relançado em com mais eletricidade em 2009<sup>73</sup>. E menos ainda em 2012 em nome livro intitulado “Um basta à depressão econômica! Propostas para uma recuperação plena e real da economia mundial”, cuja tese central era que “o indispensável para sairmos dessa depressão em curso é outra explosão de gastos públicos”.<sup>74</sup>

O exagero é sintomático de uma era de dúvidas e ansiedades, mas deve ser claro que o panorama que se segue à crise de 2008 não é bem descrito pelas versões idealizadas da economia da depressão, inclusive as consagradas em livros texto a partir do modelo IS/LM. A prudência exibida a propósito do Japão de 1995 permanecia muito atual. Políticas fiscais expansionistas de fato ocorreram em vários países, mas invariavelmente de forma limitada e com efeitos não muito animadores. Os níveis elevadíssimos de endividamento público impunham limites ao que era possível fazer em matéria de déficit fiscal *strictu sensu* sem produzir simultaneamente seríssimas dúvidas sobre a sustentabilidade fiscal do país. Na verdade, como o saneamento da crise bancária repousava principalmente sobre a capacidade de os tesouros nacionais, através de seus bancos centrais, trocarem vastas quantidades e variedades de ativos privados rejeitados nos mercados por títulos considerados sem risco, este não era o momento de lançar dúvidas sobre este precioso ativo sem risco, que nem todos os países tinham a felicidade de dispor. Diferentemente de outras ocasiões no passado, a emissão de nova dívida pública teria de ocorrer a partir de estoques já extremamente elevados, face à absorção dos efeitos da crise bancária, e diante de públicos alarmados. O espaço para as políticas keynesianas convencionais parecia bem menor e mesmo perigoso, e esta limitação se mostrou perturbadora para muitos países largamente acostumados à lógica anticíclica da política fiscal. Era um contexto inteiramente novo onde a “armadilha da liquidez”, ou o excesso de demanda por títulos públicos por razões precaucionais, ocorria simultaneamente a quadros de alavancagem excessiva dos governos<sup>75</sup>.

---

<sup>72</sup> *Ibid*, p. 160.

<sup>73</sup> O título em português da edição de 1999 era “Uma nova recessão? O que deu errado. Como entender a crise da economia mundial”, onde se perde a expressão originalmente devida à John Hicks em seu artigo pioneiro de 1937, acima citada.

<sup>74</sup> Krugman, 2012, p. 36. O título em inglês não trazia o subtítulo aludindo a uma recuperação “plena e real” decorrente das propostas ali contidas.

<sup>75</sup> Reinhart & Sbrancia, 2011 trazem números especialmente interessantes para os níveis de endividamento de países desenvolvidos e emergentes. A observação segunda a qual os países ricos apenas conseguiram se livrar de excessos de endividamento por conta da ‘repressão financeira’ é particularmente perturbadora para países onde esses mecanismos são mais disseminados e populares do que no Hemisfério Norte.

Vários anos se passaram desde as urgências de 2008 e ainda não se pode falar em superação da crise, ou da pesada carga de endividamento que parece evitar a retomada do crescimento, tampouco em um consenso em termos dos mecanismos macroeconômicos em operação, e aqui não é o lugar para esta discussão. Para os propósitos deste estudo é preciso reconhecer que a experiência de ‘afrouxamento quantitativo’ transformou as noções até então aceitas sobre a política monetária e suas conexões com imperativos fiscais: jamais tinha ocorrido tamanho crescimento dos ‘agregados monetários’ e tamanhas dúvidas sobre o significado desses agregados e, particularmente, sobre a fronteira entre moeda e títulos, já que pagar juros deixava de ser uma diferença importante. Os balanços dos bancos centrais não apenas ficaram muito maiores, algo como cinco vezes maiores como no caso do FED, como também cresceram em direções inusitadas, sugerindo uma alteração substancial da personalidade da instituição, agora profundamente afetada pelas suas enormes carteiras de ativos privados, com isso se estabelecendo uma espécie de desafio conceitual sobre o escopo de atividade de um banco central. Nos EUA, o FED absorveu em seu balanço vastas quantidades de títulos de base hipotecária, como se tivesse funcionado como garantidor das responsabilidades do Tesouro Americano pelas emissões das grandes securitizadoras por este “patrocinadas” (*Fannie Mae* e *Freddie Mac*<sup>76</sup>), assim se tornando, na prática, um *banco central hipotecário*. Na Europa o BCE teve de absorver emissões de títulos soberanos portando-se como uma espécie de FMI, mesclando papéis de prestador de última instância e de agência multilateral de financiamentos sob condicionalidade, inclusive em conjunto com o próprio FMI. Tudo isso era muito flagrantemente excepcional e ocorria em razão de urgências das quais as autoridades não conseguiam se esquivar. A política monetária convencional parecia assumir papel secundário, ou se via limitada pelas atividades habitualmente referidas como “não convencionais” onde, na verdade, havia um enorme ingrediente de política fiscal anticíclica, um misto de Keynes e Bagehot, composto de expansão do crédito concedido ou garantido, direta ou indiretamente, pelo banco central.

Durante os anos que se seguiram a 2008, sobretudo depois que o pânico serenou, parecia mais claro o desconforto conceitual com a situação e a sensação que era preciso retornar à normalidade nos temas monetários e fiscais, mas tal como 1914 ou 1933, o ‘normal’ teimava em não retornar, talvez por que não mais existisse, e não havia ainda a necessária clareza sobre o ‘novo normal’. Permanecem muitas dúvidas sobre os próximos

---

<sup>76</sup> Essas entidades eram habitualmente referidas como GSEs, *Government Sponsored Enterprises*, uma maneira um tanto transversa de reconhecer seu *status* como empresas estatais. Na verdade, ambas eram empresas privadas que se dedicavam à securitização e contavam com a garantia do Tesouro em seus papéis, algo que, no período anterior à crise, as autoridades americanas não gostavam de reconhecer, mas que, depois da crise, não puderam deixar de honrar.

passos e sobre a recomposição da integridade conceitual das autoridades monetárias depois de tudo que se passou, dúvidas que se imiscuem nas decisões sobre a política monetária convencional e que confundem as percepções sobre o retorno dos juros aos patamares ditos normais, e sobre onde isto se localiza.

O inesperadamente longo período de juros muito baixos não está produzindo grandes inflações ou bolhas, como antecipado por muitos críticos das políticas monetárias não convencionais, mas, em vez disso, conforme finamente descrito por Martin Wolf, apenas “um uivo de dor”, pois “as taxas de juros baixas corroem os modelos de negócios dos bancos e seguradoras, diminui a renda dos poupadores, devasta a solvência dos planos previdenciários, eleva o preço dos ativos e agrava a desigualdade (sic)”.<sup>77</sup> Não se imaginava que a independência dos bancos centrais fosse encontrar desafios vindos dessas direções.

A leitura desses acontecimentos feita pelas autoridades brasileiras foi muito peculiar e perturbadora, conforme ficaria claro pelas ações e medidas de política econômica nos anos subsequentes, especialmente à luz da experiência histórica narrada neste volume. A crise se transmitiu para o país através de múltiplos canais, muitos dos quais inesperados e as autoridades tiveram que atuar intensamente em diversas dimensões, não apenas através do BCB, mas também e importantemente pelas ações os outros bancos federais e do FGC. No primeiro momento, curiosamente, o crescimento do balanço conjunto dos bancos federais, incluído o BCB, parece sugerir inclusive uma versão local do ‘afrouxamento quantitativo’ observado no Hemisfério Norte, embora em dimensões bem menores e sobretudo sem envolver nada parecido com o que se passou com os juros americanos. O desembaraço das autoridades brasileiras, sobretudo no BCB, ao lidar com os aspectos mais complexos de dificuldades bancárias e financeiras foi notável<sup>78</sup>, concorrendo para tanto a diversidade de instrumentos, uma certa tradição de ativismo, a memória de crises e sobressaltos bancários anteriores<sup>79</sup> incluídas as urgências resolvidas pelo PROER<sup>80</sup>. Foi interessante ver o governo dos trabalhadores, que foi tão levemente crítico da experiência de reestruturação bancária ocorrida entre 1994 e 1999 tivesse que usar de instrumentos e práticas semelhantes.

Num segundo momento, no entanto, quando as urgências pareciam serenadas, as autoridades brasileiras começaram a revelar certo encantamento com as medidas tomadas no

---

<sup>77</sup> “A guerra insensata contra os juros baixos” Martin Wolf em *Valor Econômico* 19 de outubro de 2016.

<sup>78</sup> Mesquita & Torós, 2009 oferecem uma boa descrição das principais linhas de atuação do BCB. Ver também Bacha & Goldfajn, 2009.

<sup>79</sup> Uma diferença reveladora foi a utilização de bancos públicos como acionistas de bancos privados presumivelmente problemáticos ao se permitir, pela Lei 11.908/09 que o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal adquirissem participações em instituições financeiras privadas.

<sup>80</sup> Nesse tópico, as declarações do então presidente da República propondo “exportar o PROER” foram especialmente grotescas. Cf. Miriam Leitão “Lula diz “nós temos Proer”, quem diria...” *O Globo* 28/03/2008.

calor da crise, como se tivessem removido proibições de há muito vigentes, e assim começou a se formar uma atmosfera de mudança e de desafio ou descrença dos cânones estabelecidos a partir de 1994. O triunfo diante da crise, bem como o efeito das descobertas de petróleo na camada pré-sal, talvez tenham sido os principais fatores iniciais para o que se chamou de Nova Matriz Macroeconômica, uma doutrina jamais elaborada em detalhe em documento técnico ou de políticas, mas presente como uma ideia vaga e dispersa, quase no terreno dessa alegre e contagiosa predisposição para o alternativo, pela qual um vasto conjunto de dúvidas e desencantos fundamentais sobre vários temas da economia funcionava como justificativa implícita para a experimentação<sup>81</sup>.

As novas diretrizes de política econômica tiveram vários eixos principais, e o primeiro e mais importante campo de provas foi a Petrobrás e teve como determinante as descobertas no pré-sal e as percepções sobre suas consequências. Seguiu-se uma triste cadeia de decisões equivocadas referentes ao modelo de exploração das novas reservas em 2010, aí incluída a modalidade de exploração no regime de partilha, a obrigação da empresa participar de todos os novos campos do pré-sal, os níveis de conteúdo nacional imposto aos fornecedores e a destinação dos royalties, entre outros dispositivos, tornada ainda mais infeliz pela evolução dos preços internacionais do petróleo. De picos de valor de mercado superiores a US\$ 240 bilhões por ocasião do anúncio das descobertas em 2007, e próximos de US\$ 230 bilhões por ocasião do aumento de capital em operação global de venda de ações na Bolsa de Nova York em 2010, a empresa chegou a valer menos de US\$ 20 bilhões no começo de 2016, uma situação de virtual insolvência provocada em primeira instância pelos vastos níveis de endividamento da empresa. Adicionalmente a esta tragédia ‘macro’ - uma destruição de valor que chegou a ser da ordem de incríveis US\$ 210 bilhões no pior momento -, a tragédia ‘micro’ parece ainda mais impressionante: forçada pela legislação anti-corrupção americana a Petrobrás teve que reconhecer em suas demonstrações financeiras para 2014 os valores de “pagamentos indevidos” associados aos esquemas investigados na chamada ‘Operação Lava Jato’. O valor das baixas contábeis por conta de corrupção alcançou a cifra de R\$ 6,2 bilhões<sup>82</sup>, mas repetidamente o juiz Sergio Moro, assim como os procuradores do Ministério

---

<sup>81</sup> É difícil localizar exatamente o enunciado da Nova Matriz Macroeconômica, talvez em razão da forma peculiar com que foi se apresentando em manifestações públicas de autoridades como Guido Mantega, Nelson Barbosa e Marcio Holland. Os trabalhos acadêmicos como Barbosa Filho, 2005 e 2015 e Barbosa Filho e Souza, 2010 ajudam a entender, mas não esclarecem todos os seus aspectos. Uma rara definição explícita da Nova Matriz aparece numa entrevista de Marcio Holland feita por Cristiano Romero: “Transição para nova política econômica afetou PIB, diz Holland” Valor Econômico 17/12/2012. Na definição aí oferecida a nova sabedoria consistia em combinar taxa de juros baixa, taxa de câmbio competitiva e uma consolidação fiscal amigável ao investimento (sic).

<sup>82</sup> O reconhecimento dos valores pagos indevidamente consistiu em tomar o valor dos ativos imobilizados construídos em conexão com as 27 empresas envolvidas em esquemas ilícitos durante o período 2004-2012 e

Público Federal trabalhando na força tarefa encarregada das investigações e da instrução penal da ‘Operação Lava Jato’, afirmaram que prejuízos bem maiores decorriam de decisões empresariais insensatas, provavelmente provocadas pela corrupção como, por exemplo, a compra da refinaria de Pasadena, a construção da refinaria de Abreu e Lima, inicialmente orçada em US\$ 2,4 bilhões, mas que custaria, ao final, cerca US\$ 20 bilhões e sem nenhuma perspectiva de retorno positivo.

A aterradora trajetória da Petrobrás não deve ser vista isoladamente, pois claramente fazia parte e figurava com destaque em um deslocamento deliberado das políticas de governo na direção de um capitalismo de estado que se reinventava após vários anos da Queda do Muro<sup>83</sup>, ou para um regime mais caracteristicamente “pró-negócio”, em oposição a uma orientação “pró-mercado”, conforme a taxonomia introduzida por Luigi Zingales<sup>84</sup>. Tratava-se, contrariamente ao que se passou na presidência Fernando Henrique Cardoso, de elevar a influência do Estado na economia em uma multiplicidade de formatos – incluindo participações acionárias, apoios tributários, creditícios e regulatórios conferidos de forma seletiva, mas sempre em associação com grandes empresas, os “campeões nacionais”, num contexto de colaboração e parceria. Não se tratava propriamente de um desafio ao capitalismo, ainda que pudesse soar como tal e apelar ao público com este vezo, sobretudo nas referências críticas aos consensos internacionais em políticas públicas nos terrenos macro e micro, ambos associado a Washington.<sup>85</sup> Era uma exploração em um território novo, ainda que não inteiramente desconhecido, que levou o país na direção do que se conhece pela expressão *crony capitalism*<sup>86</sup>, traduzida como capitalismo de laços<sup>87</sup>, de quadrilhas ou de comparsas, dependendo do contexto, e frequentemente associada às relações entre o público e o privado nos países emergentes, especialmente os pós-comunistas. Essa linguagem é de ampla utilização na literatura econômica e sociológica em alusão a regimes onde as formas

---

efetuar a baixa contábil de 3% do total dos contratos com este conjunto de empresas. Era esta a percentagem habitualmente desviada dos contratos, conforme os relatos em vários depoimentos no contexto da ‘Operação Lava Jato’. Cf. Demonstrações financeiras em 31 de dezembro de 2014 e 2013, nota 3, pp. 10-19.

<sup>83</sup> Cf. Musacchio & Lazzarini, 2014.

<sup>84</sup> Zingales, 2009 e 2015. “Pró-negócio” é o regime onde o público e o privado se embaralham, mais ou menos como na velha *boutade* entre Bernard Shaw e a bela bailarina que lhe propôs um filho com a beleza dela e a inteligência dele. Pois os regimes “pró-negócio” são aqueles onde os objetivos são os privados e a eficiência é a pública, o pior dos dois mundos, a verdadeira pirataria. O regime “pró-negócio” está longe de ser anti-capitalista. Talvez se possa dizer o exato oposto: é a privatização do Estado e o capitalismo degenerado. Cf. G. H. B. Franco “Capitalismo petista” *O Estado de São Paulo* 26 de abril de 2015.

<sup>85</sup> Lembrar do velho e conhecido ‘Consenso de Washington’, que tinha recomendações sobretudo no plano macroeconômico, e também, a propósito das agendas ‘micro’, o *Doing Business*, também emanadas da capital norte-americana, porém do IFC.

<sup>86</sup> A palavra *crony* surge na Inglaterra no século XVII, vinda do grego *κρονιος* (nesse caso, um estrangeirismo isento de tributação), significando “de longa duração”, e progressivamente se tornou uma gíria para designar amigos, afilhados, capangas, comparsas, apaniguados, membros de uma quadrilha ou irmãos no crime.

<sup>87</sup> Lazzarini, 2011.

de organização das trocas econômicas são tais que pouca coisa importante pode ocorrer sem alguma forma de favoritismo, arbitrariedade ou corrupção. Não há predominância dos mercados, senão na aparência, mas um “controle social” das transações, uma predominância da “regulação” sobre os mercados e mercantilização da ação do Estado.

Embora a cultura patrimonialista pudesse parecer hospitaleiras a esses novos ventos, é difícil imaginar que um deslocamento desta ordem pudesse ocorrer no país sem uma vigorosa reação das instituições, assim demonstrando a existência no Brasil de anticorpos poderosos contra o “cronismo”. Ainda que, pelo que hoje se sabe, a corrupção endêmica tenha tido na Petrobrás a sua principal plataforma, sem trocadilhos, essa nova matriz ‘micro’ permeou políticas industriais e de comércio exterior, incentivos tributários, políticas de crédito, regimes de concessão e uma infinidade de outras possibilidades sobre cujos impactos, neste momento, não é possível senão especular.

No terreno da macroeconomia, tudo se passa como se um novo tripé estivesse se estabelecendo, e cujos vértices eram: (i) o inflacionismo, ou a relativização das metas e das responsabilidades fiscal, cada vez esticadas e dobradas, ainda que não se as removesse; (ii) o seletivismo, através da intensificação do uso dos mecanismos de crédito direcionado e poupança forçada a fim de aumentar o tamanho da economia privada construída e apoiada nesses recursos; e (iii) o isolacionismo, ou uma nova postura diante das trocas e capitais internacionais, bastante visível no mercado de câmbio<sup>88</sup>.

O primeiro vértice desse novo tripé abrigava a ideia de estressar gradativamente as metas de inflação e de superávit primário, sobretudo este último onde, efetivamente, teve lugar uma extraordinária deterioração, a começar pelos números: o superávit primário que permaneceu superior a 3% do PIB por mais de uma década, converteu-se em um déficit primário se aproximando de 2% do PIB ao final de 2015, jogando a dinâmica da dívida pública bem profundamente no terreno da insustentabilidade. Também o formato se revelou desastroso, por conta de renúncias fiscais seletivas, manipulações contábeis, oclusões deliberadas e violações abertas à lei orçamentária e à LRF, conforme seria extensamente discutido no decorrer no processo de impedimento da presidente Dilma Rousseff. Em boa medida, as pressões inflacionárias decorrentes dessas medidas foram contidas através de um método antigo e perigoso, o congelamento, ainda que parcial, dos preços públicos. Uma vez percebida, todavia, a estratégia passa a evocar os comportamentos defensivos observados

---

<sup>88</sup> Na versão de Afonso Pastore, 2015, p. 282, o “tripé” da Nova Matriz tinha como características: (i) retirar do BCB a autonomia para fixar juros “forçando-o a trabalhar como uma meta implícita superior à meta oficial”; (ii) usar a política fiscal “para estimular discricionariamente setores da economia escolhidos pelo governo”; e (iii) usar a política cambial não mais para reduzir volatilidade e para corrigir episódios de forte valorização mas “transformando-se e um objetivo de política econômica”.

durante os congelamentos de preços resenhados no Capítulo 7. A “correção” de preços públicos propostas pelo ministro Joaquim Levy, logo no início do segundo mandato de Dilma Rousseff mostrou enorme correspondência com o que se passou na presidência José Sarney, quando o congelamento de preços foi canhestamente estendido para além das eleições para governador em outubro de 1986, produzindo um fenômeno que passou à História com a designação de “estelionato eleitoral”, e que parecia se repetir em 2015, com efeitos devastadores sobre os níveis de aprovação da presidente.

O extraordinário crescimento do seletivismo a partir do funcionamento dos bancos públicos é bastante bem ilustrado pelos números: o estoque de crédito direcionado cresce de 12,9% do PIB em 2008 para 26,4% do PIB, enquanto o crédito livre se mantém estável na faixa de 27% do PIB no período, e com isso os bancos públicos elevam sua participação no crédito total de 14,3% em 2008 para 30,0% em 2015<sup>89</sup>. A ideia de uma “atuação anticíclica” nos primeiros meses depois da eclosão da crise de 2008 evoluiu rapidamente para uma expansão massiva e unidirecional dos bancos públicos, cada qual em sua frente, o Banco do Brasil e a CEF atuando fortemente no varejo e o BNDES junto aos “campeões nacionais” inclusive alimentado por transferências diretas do Tesouro em valores superiores a R\$ 400 bilhões. Era um desenvolvimento muito preocupante pois deteriorava grandemente a posição patrimonial e os índices de Basileia dessas instituições, ameaçando recriar velhos mecanismos inspirados no Projeto Correa e Castro e no Orçamento Monetário que deram enorme trabalho para consertar, conforme longamente relatado na seção 8.6.

No terreno das relações com o resto do mundo são diversas as iniciativas protecionistas e associadas à elevação das exigências de conteúdo local em empréstimos de bancos públicos, bem como as hesitações em torno da prática de taxas de câmbio flexíveis. A retórica de “guerra cambial” concebida pelo ministro Guido Mantega produzia certo eco em foros internacionais, pois era flagrante que o afrouxamento quantitativo no Hemisfério Norte criava um excesso de liquidez internacional que vazava para o Sul, e que colocava muitos países emergentes diante do desafio de apreciar suas moedas ou experimentar grandes aumentos em suas reservas. O Brasil implementou restrições a entradas de capitais, que justificou como “medida macroprudencial”, e acumulou muitas reservas, como relatado no Capítulo 4, em consequência do que elevou consideravelmente a sua dívida interna. Não há dúvida que aumentar as reservas em cerca de US\$ 200 bilhões nos anos posteriores à crise, a partir de reservas já elevadas, era uma violação flagrante e um dos vértices do ‘tripé’ ortodoxa, as taxas de câmbio flutuantes. Mas, a bem da verdade, não se pode dizer que havia muita

---

<sup>89</sup> Loyola, 2016, pp. 240-244.

alternativa que não fosse admitir uma apreciação violenta do real. O fato é que a opção às vezes definida como mercantilista de elevar as reservas a níveis considerados excessivos é a menos criticada das políticas pertencentes à Nova Matriz, talvez pela dificuldade em evitar<sup>90</sup>.

Os resultados desse conjunto foram bem claros: um vasto e generalizado colapso da confiança que produziu a maior queda do PIB brasileiro desde 1900, maior até que a observada durante a Grande Depressão. Não é simples explicar os fatores determinantes de uma crise desta magnitude, sobretudo na ausência sobejamente evidente de qualquer perturbação externa. Parece fora de dúvida que o retrocesso conceitual materializado pelas inovações introduzidas pela Nova Matriz configurou um conjunto formidável de erros e atrapalhões auto infligidos sem qualquer precedente em nossa história e de efeito devastador sobre a economia. Não há intermediários ou atenuantes, esta crise do retrocesso cabe à presidente Dilma Rousseff e não há dúvida que esta percepção foi decisiva para o desfecho do processo de *impeachment*.

Em 2013, logo antes do desastre se tornar uma ferida aberta, um olhar retrospectivo poderia enxergar nas oito décadas de evolução institucional do sistema monetário estudadas nesse volume uma convergência na direção dos melhores padrões internacionais a partir das reformas a partir de 1994, e também em razão da década virtuosa sob a égide do ‘tripé’ depois de 1998. Parece inegável que a partir de 2009, esses progressos estiveram diante de um poderoso ataque, composto de um repertório diversificado de desafios aos cânones da política econômica convencional, do qual é difícil dissociar a crise política da qual resultou o impedimento da presidente da República. Na melhor das hipóteses, era como se o país estivesse disposto a rever radicalmente as opções institucionais e de política econômica amadurecidas e testadas pelo tempo e pelas experiências extremas de anos anteriores, e tentar algo intelectualmente original. Na pior, era como se o armário de rejeitos ideológicos se pusesse a serviço da improvisação mal-intencionada no contexto daquilo que o ministro Celso de Mello, decano de nossa Suprema Corte, certa vez descreveu como “um projeto criminoso de poder”<sup>91</sup>. É dentro desses quadrantes que se desenrola o contencioso processo impedimento da presidente da República, no âmbito do qual o país foi tomando conhecimento de inúmeros aspectos formais da Lei de Responsabilidade Fiscal que teriam sido violados, e ouviu diversas vezes da defesa de Dilma Rousseff insistir que ela não poderia

---

<sup>90</sup> A ideia que o afrouxamento quantitativo americano foi financiado em parte pelos países emergentes que acumularam reservas em montantes inusitados não escapou a diversos observadores, nacionais e estrangeiros, como Pastore, 2016 e DeLong, 2016.

<sup>91</sup> Conforme voto proferido no julgamento da Ação Penal 470/MG, popular “mensalão”, na sessão plenária de 1 de outubro de 2012.



ser impedida por conta do “conjunto da obra”. O julgamento da História, contudo, não terá outro objeto e não lhe faltará motivos para que seja muito severo.

### **9.3. O valor do amanhã no país do futuro**

A década virtuosa entre 1998 e 2008 mostrou resultados formidáveis, sobretudo tendo em conta os *trade-offs* macroeconômicos habituais: equilíbrio fiscal, interno e externo, crescimento e redução da pobreza, tudo ao mesmo tempo. Novas e luminosas possibilidades pareciam se abrir em razão da continuidade, ainda que em graus variáveis e por vezes sem nenhuma convicção, de políticas de responsabilidade fiscal, moeda sadia e cidadania global. O “tripé” não fora concebido ou defendido como política de crescimento, quando muito como pré-condição, mas a persistência absolutamente incomum em uma boa gestão macroeconômica parecia produzir benefícios bem além do que se esperava, possivelmente em razão das reformas anteriores, ou talvez apenas pela mera consistência em fazer certo as coisas simples. Os horizontes para o cálculo econômico e as perspectivas de progressos se estendiam, mas dentre os obstáculos previsíveis que foram se erguendo, uma ventania em sentido contrário se apresentou maior ou mais surpreendente que todas as outras. Não se a percebia com clareza durante a hiperinflação, nem mesmo durante os primeiros anos da estabilização, quando ganhou visibilidade, mas gradualmente, o assunto veio a ocupar o posto de mais sério desafio macroeconômico para os anos a seguir.

Eram as taxas de juros, os termos de troca entre o presente e o futuro, ou o valor do amanhã, conforme a expressão de Eduardo Gianetti. O Brasil que emergia da longa batalha da estabilização definida pelas reformas a partir de 1994 finalmente se encontrava frente à frente com a desconfortável maldição de Stephen Zweig, pois era como se o futuro estivesse longe demais, afastado pelos efeitos de juros excessivos e por isso mesmo seu valor permanecia pesadamente descontado.

Desde quando a reforma monetária de 1994 eliminou a hiperinflação e colocou o país dentro da normalidade em matéria de preços, o país tem convivido com taxas de juros que dificilmente caberiam em um quadro de normalidade, inclusive relativamente a outros países de características econômicas semelhantes, por qualquer critério razoável de comparação. Nos primeiros anos do real, quando o BCB praticou as maiores taxas reais de sua história, o fenômeno não parecia tão ameaçador, por paradoxal que parecesse, pois era tomado como temporário e excepcional, seja por que os momentos críticos da luta contra a hiperinflação

assim o exigissem, ou pela presença da “âncora cambial”. O fato é que, logo adiante, essas circunstâncias extraordinárias acabaram ultrapassadas e os progressos na redução dos juros se mostraram muito mais lentos e difíceis do que se imaginava, ensejando crescente perplexidade sobre as razões da persistência da anomalia, agora mais flagrante que em qualquer momento anterior. Diante disso, em 2010, uma década e meia depois do Plano Real, Edmar Bacha afirmaria, ecoando a frustração de boa parte da profissão, que “a estabilização brasileira continua incompleta”.<sup>92</sup> A pergunta repetidamente se apresentava: por que juros tão altos e que tipo de disfunção estariam a refletir?

Os juros, vale repetir, expressam os termos de troca entre o presente e o futuro, e este, por sua vez, é um personagem central nas decisões de consumo e investimento, para indivíduos e corporações, o paradigma para todo o tipo de cálculo econômico, aí compreendidas as decisões humanas mais banais e também as mais essenciais. O valor das coisas duradouras, sobretudo as que produzem fluxos de caixa no tempo, positivos ou negativos, patrimônios e dívidas, capital humano, financeiro ou material, é determinado pela régua da espera e da impaciência, ou pelo modo como tais fluxos são trazidos a valor presente, como ensina a ciência financeira. Eis aí uma pista importante para os males do Brasil, que Gianetti encontra em um famoso conto de Machado de Assis, ‘O empréstimo’, a propósito de uma ocorrência banal, um sujeito que tinha ‘a vocação da riqueza, mas sem a vocação do trabalho’, sendo que a “resultante desses impulsos discrepantes era uma só: dívidas”. Portanto, diz Gianetti, “há sociedades que parecem abrigar ... a vocação do crescimento, mas sem a vocação da espera. E a resultante, quando não é a inflação ou crise do balanço de pagamentos, é ... uma só: juros altos”.<sup>93</sup>

Estaria o Brasil acometido de alguma espécie de ansiedade ampliada ou de miopia social que sobrevalorizava particularmente as urgências do presente e descontava excessivamente o futuro e nos tornava uma sociedade de afobados e pródigos? Seria fenômeno recente, provocado pela desintoxicação ensejada pela estabilização, ou alguma inclinação antiga, um desses defeitos de fabricação de que falam os ditos Intérpretes do Brasil?

É fácil, porém enganoso, deixar-se levar pela hipótese de que a imprevidência constitui traço característico da nacionalidade, pois assim estaríamos transferindo ardidamente a culpa para o devedor, o brasileiro jovem e impaciente, crente em um futuro tão pródigo que nenhum excesso próprio da mocidade deixaria de ser consistente com as riquezas havidas

---

<sup>92</sup> Bacha, 2010, p. 1.

<sup>93</sup> Gianetti, 2012, p. 152.

neste país do futuro que solidamente se estabeleceu no imaginário nacional. Também é fácil deixar-se tomar pela busca de atenuantes para este desvio - a experiência de pobreza ou a deficiência na educação, por exemplo -, que ofereceriam justificativas para a incapacidade de discernir a enorme distância entre o presente e o futuro, expressa em juro mirabolantes, e para a propensão crônica a excessos quando se trata de endividamento. O relato de Saint-Hilaire sobre os ameríndios que não conheciam a palavra ‘amanhã’, reforçado pelos comentários do Padre Antônio Vieira sobre a dificuldade de “regenerar” esses povos para a disciplina de prover para o futuro<sup>94</sup> parecem sugerir uma espécie de hipossuficiência social ao deliberar sobre a troca intertemporal, o que poderia ser uma explicação para os juros altos no Brasil, ainda que esteja no limiar da velha síndrome de culpar a vítima e pior, algo que poderia inclusive levar à justificativas para velhas teses em torno da limitação à usura<sup>95</sup>.

É claro que a resposta deve estar em outro lugar.

Na modesta opinião do signatário, e com o que é possível discernir no Brasil do início do século XXI, a maior e mais aberrante distorção nacional no trato do futuro reside no próprio Estado, o agente que, através do endividamento social, organiza ou desmantela as tensões entre a prodigalidade e a abstinência, ou entre o gozo imediato e a hipermetropia financeira. No passado, o Estado socializava prejuízos decorrentes das políticas do café através das taxas de câmbio, depois financiava déficits fiscais imensos de forma horizontal tributando o pobre, o ausente nas composições políticas, os sem voz, os não alcançados pela correção monetária, através da inflação e agora repete o processo utilizando a via intertemporal, concentrando privilégios no presente e diluindo seus custos no futuro, penhorando o nosso futuro e tributando as futuras gerações também de forma canhestamente impessoal. A reforma monetária de 1994 assinalava um marco importante, o banimento do “imposto inflacionário” como consideração de peso nas finanças públicas, o que, todavia, resultava em que a dívida pública interna, aquela contraída junto a brasileiros, finalmente viria a assumir de forma explícita a posição central que lhe cabe pela lógica em sociedades onde as instituições orçamentárias e fiscais são mais avançadas na intermediação entre o presente e o futuro. As ansiedades sociais não desaparecem, nem encolhem, mas são estatizadas. O Estado passa a ser de longe o principal e mais dominante de todos os devedores, e os termos do seu endividamento dominam as preferências intertemporais da sociedade. O comportamento do Estado, a julgar por suas contas, tem sido o de um Shylok ao contrário, na verdade o de um pródigo irresponsável como foi outro personagem da

---

<sup>94</sup> Ambos habilmente analisados em Gianetti, 2012, pp. 128, 157.

<sup>95</sup> Nesse contexto, não seria tão estranha a reaparição do tema da usura em 1988, durante os debates constitucionais em torno do Artigo 192, conforme extensamente discutido no Capítulo 6.

galeria Shakespeariana, Timon de Atenas, o rico aristocrata, prócer da velha ordem, cujas terras ultrapassavam o horizonte, cujos favores também não tinham fim, como o crédito que dizia ter nos amigos, onde dizia estar sua verdadeira fortuna. Era, talvez, parente do ateniense de que falou Machado de Assis mais de uma vez, para descrever homens dados a exageros inofensivos de suas posses e realizações: um cidadão que não tinha um tostão furado, mas estava convencido de que todos os navios que entravam no Pireu lhe pertenciam. Esse “opulento de barcos e ilusões”, segundo Machado, “não precisou mais para ser feliz. Ia ao porto, mirava os navios e não podia conter o júbilo que traz uma riqueza tão extraordinária”.<sup>96</sup>

É claro que o comportamento do Estado não se dá ao arrepio das vontades e ilusões individuais, mas traz a vantagem de as despersonalizar. A dívida pública atrai para si a imprevidência que reside inconfessada em todos nós, acomoda e absorve nossos cálculos individuais insensatos, e redime a todos das culpas pela ênfase exagerada no presente, pelo apego a nossos inadiáveis direitos adquiridos e pela indevida tributação de nossos descendentes. A dívida passa a ser social e como nos lembraria David Ricardo, e funciona como um gigantesco imposto sobre a juventude e sobre a herança, porém jamais admitido pelos seus perpetradores diante de seus herdeiros.

Podem haver inúmeras razões históricas e sociais para as doenças que acometem o orçamento público e destroem as restrições ali contidas, mas as profundas e complexas raízes desses legados, sempre reverenciados na ciência política nacional, não podem ocultar o fato de que temos aqui um problema clássico de ‘escolha pública’ (*Public Choice*), que se resolve através do desenho instituições que constringem o desalinhamento de interesses entre gerações, ou entre safras de políticos, que repetidamente se veem propensos a fazer mais e mais dívidas a serem deixadas para seus sucessores. A presença de incentivos perversos nesses assuntos não se restringe ao Brasil e às suas esquisitices, cada família é infeliz à sua maneira, como se aprende com Leon Tolstói, ou seja, a prodigalidade fiscal, como a insensatez, pode ser encontrada nos mais variados idiomas. As diferenças entre países residem justamente nas instituições que impõem conjuntamente a responsabilidade social coletiva e a saúde da moeda, temas centrais deste volume, que certamente não teria sido escrito se as nossas maldições do passado não pudessem ser objeto de tratamento e de reformas. Não estamos condenados a repetir pela eternidade os nossos males de origem.

---

<sup>96</sup> O ateniense de Shakespeare é uma peça de ... escrita em parceria com Thomas Middleton. O de Machado aparece em crônicas e também no Capítulo 154 das Memórias de Brás Cubas.

Passados oitenta anos do início do reinado da moeda fiduciária, a emergência da taxa de juros como problema, uma vez ultrapassada a hiperinflação, não poderia deixar de ser vista sob prisma semelhante ao utilizado para entender a inacreditavelmente longa e rica convivência com o fenômeno inflacionário, ou seja, como uma patologia decorrente das mesmas velhas mazelas, agora consideravelmente reduzidas, mas não extintas.<sup>97</sup>

No passado se dizia que a inflação brasileira resultava de uma espécie de incompatibilidade social entre desejos, expressos em obrigações fixadas pelo lado da despesa pública, e possibilidades determinadas pelos recursos que a mesma sociedade fornecia ao Estado através da tributação<sup>98</sup>. Era uma de muitas formas de enxergar a inflação brasileira como conflito distributivo, uma expressão com menos conteúdo que popularidade, como um diagnóstico à procura de um paciente, e que expressava um desejo ingênuo, mas flagrante na historiografia mais remota em torno da experiência inflacionária latino-americana, de explicar o fenômeno através da luta de classes, um devaneio que levaria à ideia que a inflação era intrínseca ao capitalismo, como o desemprego, e que desapareceria apenas no ideal socialista. Mas a inflação estrutural não chegou a este extremo, e satisfez-se como o “caráter monopólico da indústria” e da “rigidez da oferta agrícola que deriva das condições de propriedade do solo”<sup>99</sup>, assim, ao menos, introduzindo a reforma agrária como providência estruturante e essencial para o combate à inflação. Vale lembrar que, desde o seu nascimento, era uma “teoria” para a inflação que operava pela negação: “o estruturalismo oferecia ... uma boa *arma analítica para a luta contra as políticas de estabilização*”, segundo um historiador dessas ideias.<sup>100</sup> O conceito segundo o qual o conflito distributivo podia ter sede no orçamento público, e que encontrava uma espécie de solução ou conciliação, ainda que precária, através da inflação, oferecia uma maneira gentil, ou puramente retórica, ao importar essa expressão para o terreno da teoria econômica convencional, de fazer convergir as percepções sobre o imperativo da estabilização. A “inflação estrutural” original havia caído em desuso nos anos 1990, mas a ideia de conflitos em torno de parcelas do gasto público parecia muito mais adequada e real, e podia ser aferida quantitativamente sob a forma de déficits, ou “desejos a descoberto”, que tinham que ser sublimados de alguma forma, já que não podiam ser eliminados em definitivo. Muitas das providências empreendidas para reduzir essas tensões

---

<sup>97</sup> O problema parecia o mesmo, talvez mais brando, mas com nova sintomatologia: “Faz mais sentido imaginar que a infecção foi reduzida, mitigada, mas não eliminada, e que os mesmos micróbios ainda existem, seguramente menores, mas provavelmente de uma espécie mais resistente, cujos sintomas não se manifestam mais na hiperinflação aberta, e sim nos juros excessivamente elevados”. Cf. Franco, 2006, p. 278.

<sup>98</sup> Veja-se Bacha, 1994 e Franco, 1995, cap. 10 e 2005a.

<sup>99</sup> Rodriguez, 1981, p. 190.

<sup>100</sup> Bielchowsky, 1988, p. 25, grifos meus.

foram examinadas na seção 8.6, a propósito dos ‘cálculos fundamentais’ para a sustentabilidade da estabilização, onde também chamamos a atenção do leitor para a elevação considerável da dívida pública após o Plano Real, e em decorrência da política monetária e também mediante a assunção de uma variedade de obrigações (os “esqueletos”) cuja sombra prejudicava a percepção de equilíbrio intertemporal das contas do governo. Outras iniciativas essenciais tiveram que ver com restrições ao endividamento adicional, sobretudo pela aplicação da LRF para outros entes federativos, como instrumento para coibir o déficit, e nada tiveram de simples os esforços para manter as finanças públicas sob regras estritas de responsabilidade e sustentabilidade. Os progressos foram imensos nos primeiros anos da nova moeda, mas o equilíbrio entre desejos e possibilidades mostrou-se um processo social complexo, que envolvia a mediação de instituições ainda em construção, com vistas a tornar transparentes e factíveis os ajustes e acomodações. Seria irreal imaginar que a sociedade brasileira tivesse reduzido suas aspirações ou moderado a sua indisposição a pagar mais impostos: as incompatibilidades permaneciam, parecendo provável que passassem a encontrar no endividamento a solução que outrora achavam na inflação, com isso as taxas de juros se apresentavam como a variável de ajuste, a reconciliação entre o desejo e a ansiedade, ou seja, o custo da antecipação. O conflito distributivo inter-generacional emergia, portanto, como uma novidade e um desafio fundamental para os próximos anos, mas ainda caracterizado apenas em termos vagos, em conexão como os debates sobre a reforma da previdência, que renasciam exatamente quando este manuscrito se encerrava.

As várias hipóteses aventadas para explicar o fenômeno dos juros elevados, e que enxergavam a origem do problema no terreno fiscal, ou mais especificamente na dívida pública, cabiam todas, ou quase, dentro da deliberadamente ampla definição de Olivier Blanchard para *crowding out*, conforme verbete de sua autoria para o dicionário Palgrave: “todas as coisas que podem dar errado quando políticas fiscais financiadas por endividamento são usadas para afetar o PIB”.<sup>101</sup> Eram muitas as possibilidades e era preciso escapar da ideia que os juros altos eram parte da normalidade, ainda que meio exótica, da qual era complicado dissentir e que, sobretudo, se podia amenizar através de diversos tratamentos seletivos e janelas favorecidas para quem merecia. O seletivismo, nesse terreno, vinha de longe, com os desenvolvimentos a partir da Lei da Usura, conforme vimos, e se

---

<sup>101</sup> Blanchard, 2000, p. 728. Em outro dicionário a definição é mais canônica: “uma queda no consumo ou no investimento privado como resultado do aumento do gasto público”, cf. Pearce, 1983, p. 95. Mais adiante em 2005, o próprio Blanchard veria traços de “dominância fiscal” no Brasil de 2002-2003, mas através de outro mecanismo: elevações na taxa de juros que elevavam a probabilidade percebida de *default* da dívida pública, assim afastando investidores e provocando desvalorização cambial e inflação.

parece muito com o que se passava com o mito da correção monetária, que também se destinava a ressaltar as exceções de uma normalidade degenerada.

Por outro lado, havia certo desconforto em enfatizar demasiado o problema dos juros diante do risco desse debate soar “como uma crítica genérica ao BCB e, em particular, ao regime de metas de inflação, criando desse modo um alinhamento indesejado com os críticos de políticas de corte convencional em um momento especialmente delicado”.<sup>102</sup> O assunto parecia deslocado frente à desenvoltura com que as autoridades se empenhavam em firmar o regime de metas em sintonia com as melhores práticas internacionais, através dos movimentos do COPOM, exercendo sua recém conquistada liberdade de subir e descer a taxa SELIC, conforme a delicada mecânica das metas de inflação. Seria complexo admitir a existência de outras agendas e outros determinantes para as taxas de juros, ainda que estivesse ficando mais aparente que a inflação não era a única consideração a impedir que os juros fossem reduzidos a níveis internacionais.

As autoridades bem sabiam que “o sucesso do sistema de metas, ou de qualquer outro regime monetário, exige a ausência de dominância fiscal”<sup>103</sup>, e que o país ainda caminhava sobre gelo fino no terreno fiscal, mas também percebiam que a manutenção do superávit primário em níveis elevados, inclusive por força do acordo com o FMI, vinha deslocando essas barreiras e ainda por mais algum tempo, dentro da administração petista, quando o acordo terminou. As taxas de juros e a dívida pública vinham caindo juntas, em um ritmo muito forte: partindo de mais de 40% em fins de 1998 a taxa Selic foi se reduzindo em oscilações até a mínima de 7,25% em meados de 2013, quando a dívida líquida do setor público estava pouco acima de 20% do PIB, para onde caiu linearmente de aproximadamente 40% do PIB em fins de 1998. Este círculo virtuoso talvez prosseguisse ainda mais, erodindo progressivamente a dominância fiscal. A dívida líquida do setor público no Chile é praticamente nula, e muito pequenas as suas despesas líquidas com juros. Como saber até onde poderíamos ter ido se as políticas virtuosas tivessem prosseguido depois de 2008 por mais uma década?

Durante os primeiros anos do regime de metas surgiram muitos estudos empíricos sobre taxas de juros no Brasil, sobretudo com vistas a estimar alguns conceitos não diretamente observáveis, como a chamada “taxa de juro neutra”, a encarnação mais recente do que outrora se chamava a “taxa natural”, um conceito originalmente associado a Knut Wicksell. A taxa neutra seria aquela que se observa *ceteris paribus* quando o PIB está no nível

---

<sup>102</sup> *Idem, ididem.*

<sup>103</sup> Fraga, Goldfajn & Minella, 2003, p. 23. Da mesma forma, para Gustavo Loyola (2016, p, 224) “a ausência de dominância fiscal é pré-requisito chave ao funcionamento do regime de metas para a inflação”.

do produto potencial, ou algo assemelhado ao pleno emprego, e a inflação na meta. Seria interessante aferir se as estimativas para a taxa neutra confirmavam que os valores eram especialmente elevados para o Brasil, o que de fato se observou a partir dos mais variados modelos e especificações. Uma resenha recente examinou nove trabalhos diferentes dos quais resultaram estimativas entre 4,6% e 10,0% *em termos reais*.<sup>104</sup> Os resultados mais próximos de 10% foram obtidos em estudos sobre os primeiros anos do regime de metas e os mais próximos de 5% em trabalhos para o período posterior, o que apoiava fortemente a conjectura de vários autores segundo a qual o juro neutro vinha exibindo uma clara tendência de queda<sup>105</sup>, mas chegando a um nível ainda muito alto, superior, mas não tão mais distante do praticado em outros países emergentes<sup>106</sup>. Esses esforços econométricos não deixaram dúvidas que o Brasil permanecia o líder mundial nesse tema, e isto sem se considerar o que se passava com as taxas praticadas nos empréstimos bancários, onde as coisas pareciam ainda piores face ao amontoado de dispositivos regulatórios criando repressão financeira e poupança forçada.

Dentre os estudos dedicados mais especificamente aos fatores determinantes dos juros elevados no Brasil destacou-se a conjectura de Pécros Arida, Edmar Bacha e André Lara-Rezende, introduzindo o que chamaram de “incerteza jurisdicional”, ou a tese segundo a qual o juro capturava “uma incerteza de caráter difuso que permeia decisões do Executivo, Legislativo e Judiciário e se manifesta predominantemente como um viés anti-poupança e anti-credor. O viés não é contra o ato de poupar, mas contra o emprego financeiro da poupança, a tentativa de transferência intertemporal de recursos através de instrumentos financeiros que são, em última análise, instrumentos de crédito”.<sup>107</sup> Como extensão da ideia de repressão financeira a tese encontrou terreno fértil, porém os autores deram grande ênfase aos embaraços à conversibilidade na medida em que restrições cambiais de natureza regulatória estariam frustrando a demanda por uma jurisdição contratual de melhor qualidade, no âmbito do dólar. Nesse aspecto em especial, todavia, o desempenho empírico da tese não foi muito animador,<sup>108</sup> de tal sorte que, sem prejuízo de novas ideias sobre fatores institucionais para o problema, as atenções se voltaram para “explicações mais

---

<sup>104</sup> Araujo & Silva, 2013, tabela 2. Fora dessa amostra, Soares & Hollanda, 2006 encontram valores entre 8% e 10% e Carvalho & Minella, 2011, p. 214 encontram o valor de 7,7% para a taxa de juros real de equilíbrio.

<sup>105</sup> *Ibid.*, p. 2 e Goldfajn & Bicalho, 2011, p. 103.

<sup>106</sup> Araujo & Silva, 2013, tabela 1, pp. 4-5.

<sup>107</sup> Arida, Bacha & Lara-Rezende, 2005, p. 270.

<sup>108</sup> Gonçalves *et al.*, 2007. Na verdade, em vista do examinado no Capítulo 4 acerca da liberalização cambial, a esmagadora maioria dos embaraços à conversibilidade já havia sido removida na altura em que a tese foi formulada. Sem prejuízo disso, Seguro-Ubiergo, 2012, p. 16, em um estudo comparativo, a pequena taxa de poupança seria o fator mais importante para a explicação das taxas de juros no país.



convencionais”<sup>109</sup> para o problema enfatizando a elevada dívida pública doméstica e sobretudo a memória de mau comportamento, capturado pelas medidas de risco soberano.<sup>110</sup> O nexos entre esses fatores ganhou muitos aspectos interessantes com a tese desenvolvida por Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff e Miguel Savastano segundo a qual certos países desenvolvem uma “intolerância” com relação a endividamento, uma condição definida como a dificuldade que muitas economias emergentes experimentariam ao alcançar certos patamares de dívida que pareceriam perfeitamente administráveis pelos padrões das economias avançadas. Segundo os autores, esta condição se mostra “intimamente relacionada com o largamente disseminado fenômeno do *serial default* (“calote serial”, numa tradução ao pé da letra) que tem acometido tantos países ao longo dos últimos dois séculos<sup>111</sup>. Reinhart & Rogoff desenvolveram esses conceitos tendo em mente a experiência de endividamento *externo*, onde a experiência do Brasil não parece tão negativa quanto pareceriam indicar os sete episódios de *default* ou reestruturação de dívida externa ocorridos entre 1801 e 2002, no contexto de uma estranha amostra da qual também fazem parte Espanha e Alemanha *com o mesmo número* de episódios de *default* experimentados pelo Brasil<sup>112</sup>. A inclusão parece descabida, ou talvez mesmo o conceito, à luz da historiografia mais especializada nos assuntos brasileiros, que estabelece com clareza que a má avaliação do Brasil como devedor no período imperial “é destituída de fundamento”.<sup>113</sup> Os *defaults* brasileiros de 1914, 1931 e 1937 ocorrem quando o mundo inteiro se encontrava em situação semelhante, o que já não é o caso dos eventos de 1961 e 1983, os quais, todavia, dão pouca substância a uma designação tão forte como “caloteiro serial”.

Já com relação à dívida interna, entretanto, a “síndrome da intolerância” parece fazer muito mais sentido para a história mais recente do Brasil, inclusive como explicação para o enigma brasileiro em torno dos juros. Os *defaults* domésticos, pequenos e parciais, são difíceis de aparecer nas estatísticas<sup>114</sup>, mas a memória coletiva brasileira registra uma montanha de episódios de descumprimento e reestruturação de compromissos do governo federal

---

<sup>109</sup> Fraga, 2005, p. 297.

<sup>110</sup> Destacadamente Goldfajn & Bicalho, 2011, Seguro-Ubiergo, 2012 e Bacha, 2010.

<sup>111</sup> Reinhart, Rogoff & Savastano 2003, p. 1.

<sup>112</sup> Na América Latina, Equador e Venezuela contabilizam nove eventos, México e Uruguai oito, Colômbia e Peru, sete e Argentina apenas cinco. Cf. Reinhart & Rogoff, 2003, Tabela 1, p. 54.

<sup>113</sup> Abreu & Correa do Lago, 2014, p. 26. Abreu, 2006 estende esta avaliação para os anos 1920, mesmo passando pelo episódio do *funding loan* de 1898. De acordo com Summerhill, 2015, pp. 6-7, “o Brasil imperial é uma destacada exceção ao histórico de déficits e *defaults* na América Latina”, pois teve um “sucesso notável” em manter elevado “o crédito soberano”.

<sup>114</sup> Mesmo entre os “eventos de *default*” registrados pelas agências de *rating*. Reinhart & Rogoff compilam bem menos episódios de *default* em dívida interna que externa desde 1800 – apenas 70 casos comparados a 250 em *defaults* de dívida externa, e listam apenas dois episódios para o Brasil: 1986-87 e 1990. Reinhart & Rogoff, 2009, pp. 111, 126.

bastando lembrar da variedade e quantidade de “moedas podres”, designação nada acidental, que ganharam notoriedade quando começaram a ser aceitas em pagamento de ações de empresas privatizadas. Junte-se a isso outras tantas dívidas mantidas no subsolo, ou num estágio posterior ao reconhecimento mas anterior à sua securitização, como, por exemplo, as obrigações do FCVS. Há também uma infinidade de pequenos assassinatos decorrentes de atraso ou mesmo da não execução de dotações orçamentárias e de pagamentos de precatórios judiciais, além das múltiplas encenças em planos econômicos, várias ainda vivas, ou quase, depois de mais de duas décadas. Fica bastante claro que o Brasil padece sim de certa “indigestão” de dívidas sobretudo internas, resultado de uma tendência crônica ao endividamento excessivo que se mostra mais clara depois de 1994. Como em tantas outras esferas da vida econômica brasileira, também no terreno da dívida pública existe uma realidade oficial, a dívida sob a forma de títulos registrados e custodiados em sistemas como o SELIC e o CETIP, e outra informal, paralela ou cinzenta onde se amontoam as histórias tristes, promessas não cumpridas, obrigações ignoradas, “espetos”, atrasos e válvulas de escape para situações difíceis que escapam de critérios rigorosos que não se consegue generalizar. Nesse contexto vale observar que as dívidas atuariais ainda não aferidas e reconhecidas decorrentes da capitalização dos déficits previdenciários tanto nos regimes vigentes para os servidores públicos dos três níveis de governo, quanto os do regime geral (INSS) são bem maiores que qualquer outro “esqueleto” que o Tesouro Nacional reconheceu no passado. Num estudo de 2007, Fábio Giambiagi e diversos especialistas no assunto calcularam essa dívida mediante projeções para o período 2005-2050, e os resultados para a dívida atuarial medida em PIBs de 2015 foram os seguintes: 0,57 para o regime geral (INSS), 0,41 para as despesas referentes à LOAS e às rendas mensais vitalícias, de natureza assistencial, e 0,95 para os regimes para os servidores públicos. O total atinge a impressionante cifra de 193% do PIB<sup>115</sup>. É claro que tais estimativas são muito sensíveis a parâmetros e hipóteses sempre questionáveis, como é comum com projeções de prazo muito longo. Mas parece difícil obter ordens de grandeza muito diferentes dessas, o que apenas tenderia a reforçar as conjecturas acima oferecidas sobre a crueldade dessa geração em onerar a próxima. É claro que uma profunda reforma previdenciária é parte fundamental e indispensável de uma reconciliação urgente entre o presente e o futuro, como parece evidente no momento em que este manuscrito se encerra.

Diante desses números e das incertezas que os cercam é difícil não se inquietar com a hipótese de o país estar bordejando níveis críticos de dívida pública no presente momento.

---

<sup>115</sup> Giambiagi *et al.*, 2007, Tabela 10, p. 33.

É verdade que o país saiu do Plano Real com níveis de endividamento interno bem maiores que os anteriores, época em que a inflação tinha papel destacado no financiamento do Estado, como vimos ao final do Capítulo 8. Logo a seguir, ao praticar superávits primários de certo porte por vários anos, a dívida líquida do setor público experimentou uma década seguida de declínio, trajetória da qual se afastou apenas recentemente, quando foi introduzida a Nova Matriz, e novamente reapareceram os velhos temores com a dominância fiscal. Indicações perigosas e reveladores se observam desde então, na forma de dificuldades crescentes do Tesouro rolar sua dívida e de um crescimento explosivo das operações compromissadas, conforme já assinalado ao longo desse último capítulo.

A ideia que a dívida pública brasileira, mesmo considerado apenas a parcela sob a forma de títulos devidamente reconhecidos, seria grande demais quando comparada à de outros países poderia ser avaliada por um ângulo novo se fosse possível comparar o endividamento público não apenas com o respectivo PIB, mas com alguma medida do patrimônio ou da riqueza investida em tais instrumentos. Sabidamente os níveis de endividamento público dos países ricos é maior que aquele observado nas economias emergentes, mas raramente se vê muita elaboração sobre as razões da diferença. Estimativas bastante meticulosas sobre a riqueza podem ser encontradas no festejado trabalho de Thomas Piketty onde a riqueza é também designada como ‘capital’ e serve muito bem para orientar a conjectura sobre o patamar a definir dívidas ditas “excessivas”. Para isso, é preciso que o peso do endividamento público seja aferido em comparação com a riqueza privada, conforme ele mesmo explica, pois “como um título público nada mais é que um crédito de uma parcela da população (os que recebem juros) sobre outra (os que pagam impostos) deve ser excluído da riqueza nacional e incluída apenas na riqueza privada”.<sup>116</sup> Pois bem, a riqueza privada de França, Alemanha, Inglaterra e EUA estava entre quatro e seis vezes o respectivo PIB em 2010<sup>117</sup>, e mesmo considerando que o nível de riqueza pública *líquida* desses países é próximo de zero, a dívida pública representava uma parcela modesta da riqueza privada nacional, mal chegando a 20% do total mesmo depois da crise<sup>118</sup>. Curiosamente, os níveis de riqueza privada na Inglaterra eram bem maiores após as Guerras Napoleônicas – algo entre sete e oito vezes o PIB –, exatamente quando David Ricardo formulou sua famosa “equivalência ricardiana” diante de níveis de endividamento público da ordem de 200% do PIB. Conforme observa Piketty, “isso não fez secar o fluxo de investimento privado para a

---

<sup>116</sup> Piketty, 2014, p. 114.

<sup>117</sup> *Ibididem*, pp. 145, 154.

<sup>118</sup> A ideia que a dívida pública nos EUA é pequena para um país rico como os EUA e ainda mais dotado do chamado “privilégio exorbitante”, ou de uma demanda internacional excessiva por sua própria moeda, é convincentemente defendida por DeLong, 2016.

acumulação de capital”, e assim, segundo conclui, “o temido fenômeno do *crowding out* não ocorreu e o aumento na dívida pública foi aparentemente absorvido pelo aumento da poupança privada”.<sup>119</sup>

Essas considerações podem amenizar as apreensões quanto ao níveis hoje muito elevados de endividamento público em alguns países ricos, em boa medida justificáveis pelo fato de que os episódios anteriores de “desalavancagem” a partir de níveis semelhantes de dívida, ocorrido ao longo dos anos 1950, contaram com a grande ajuda de uma combinação perversa entre repressão financeira e inflação<sup>120</sup>, o que parece oferecer pouco alento, inclusive consideradas as alternativas oferecidas pelo próprio Piketty, cuja recomendação mais conhecida é um imposto confiscatório para reduzir a dívida e a desigualdade<sup>121</sup>. Restaria especular sobre os efeitos de um período prolongado de endividamento excessivo e pesado, e sobre a resolução desse assunto, um tema que não pertence ao escopo desse trabalho.

Mas e quanto ao Brasil?

Os dados para as declarações de bens de pessoas físicas junto à Receita Federal não foram disponibilizados para Thomas Piketty, mas os números foram trabalhados por alguns pesquisadores brasileiros em uma série de ensaios focados no tema da desigualdade, e cujos dados podem muito bem amparar estimativas para a riqueza privada no Brasil. Os cálculos de **Evandro Buccini**<sup>122</sup> com base nesses números estariam a indicar que a riqueza privada brasileira estaria em um intervalo entre 1 e 1,5 vezes o PIB. Esses números permitem inferências interessantes sobre os limiares de intolerância de dívida e de *crowding out* para o país. Na presença de números para a dívida pública bruta da ordem de 70% do PIB, e tendendo para 80% nos próximos anos a prevalecer a PEC 241 estabelecendo um teto para o gasto público, estamos falando em proporções entre o endividamento público e a riqueza privada que começariam no intervalo entre 47% e 70% e poderiam convergir para algo entre 53% e 80% da riqueza, números entre o dobro e o triplo do que se observa para a média dos países avançados. Um interessante teste de consistência para essas proporções reside em observar a parcela detida sob a forma de títulos públicos nos ativos dos fundos de previdência e seguradoras, investidores institucionais entre os maiores detentores de riqueza em qualquer país, calculada em AA% e CC% para o ano de 2013<sup>123</sup>. **No caso americano, a percentagem dos ativos de fundos de pensão investida em títulos do governo é bem mais baixa: ...**

<sup>119</sup> Piketty, 2014, p. 34.

<sup>120</sup> Reinhart & Sbrancia, 2011, p. 8.

<sup>121</sup> Piketty, 2014, p. 541.

<sup>122</sup>

<sup>123</sup> Segundo dados da Abrapp e Fenaseg e respectivamente. Para os fundos mútuos a proporção é ainda maior, mas a comparação não é tão útil pois se refere a veículos de investimento com escolhas restritas uma vez que

Ainda que se possa dizer que há muito a se pesquisar para melhorar as estimativas existentes sobre riqueza, parece haver pouca dúvida que o endividamento público brasileiro, quando comparado à riqueza privada, estaria facilmente entre os maiores do mundo, talvez mesmo o maior, o que oferece uma avenida muito promissora para explicações sobre a presença das maiores taxas de juros do mundo em solo brasileiro a de processos de *crowding out*, ou de um quadro de dominância fiscal, no âmbito do qual o aumento do endividamento público precisa ocorrer através da expulsão de outros instrumentos financeiros da riqueza privada, o que se faz com juros e prazos cada vez mais atrativos para o investidor<sup>124</sup>.

Resta ainda observar, nessa mesma direção, que o processo de captura da poupança e da riqueza nacional por parte do governo, em seu esforço para elevar o consumo presente em desfavor do futuro, compreende um outro capítulo perverso relacionado aos circuitos de poupança forçada que se somam aos direcionamentos de crédito a partir de recursos cativos definidos por normas e leis das mais variadas origens. Tais mecanismos têm natureza essencialmente fiscal e muito claramente existem para contornar o processo de racionamento de recursos determinado pelo efeito da taxa básica de juros no bojo do processo de *crowding out*.

Dois aspectos são essenciais a esses mecanismos: em primeiro lugar, tudo começa com a intenção de assegurar tratamento favorecido e seletivo a certos setores e operações, como se passa desde quando a Lei da Usura foi criada para beneficiar a agricultura, conforme vimos no Capítulo 6. O crédito seletivo e direcionado cresceu desde então, em sucessivas ondas, tendo como principais eixos o BNDES a CEF e o BB, cada qual com sua ênfase e especialização, e com seus sistemas e taxas especiais. Em segundo lugar, era preciso assegurar os recursos para alimentar as instituições que concediam tais créditos. Para tanto foram desenvolvidos mecanismos que em tudo se assemelhavam às “vinculações de receita”, uma figura orçamentária que a Constituição proíbe quando se trata de impostos<sup>125</sup>, mas é a exata razão de ser das chamadas “contribuições”, cujas receitas nascem com destinações específicas e programas que se constituem em sub-orçamentos mais ou menos independentes, como se fossem segmentos temáticos do antigo orçamento monetário. É o que se passa com os recursos que fluem obrigatoriamente para o FGTS e para o FAT e refluem seletivamente para a economia através da CEF e do BNDES, respectivamente, com

---

não podem investir em imóveis. Fundos de pensão e companhias de seguro deveriam refletir em suas escolhas de alocação de ativos algo próximo do que faria o investidor mediano do país, ao menos.

<sup>124</sup> A funcionalidade das LFTs – títulos públicos cuja rentabilidade é a taxa do *overnight* – nesse processo é enorme, pois representa o ativo sem risco de principal e de taxa, e inclusive de liquidez. É a ponta de lança do *crowding out*. Cf. Franco, 2006.

<sup>125</sup> Ressalvadas algumas exceções referentes ao compartilhamento de receitas com estados e municípios e associados à saúde e à educação, de acordo com a Constituição Federal, Art. 167, IV.

juros “subsidiados”. Ou com os recursos dos compulsórios que abastecem o crédito rural através do BB.

O BNDES tem no FAT a sua principal fonte de recursos, e o FAT por sua vez, é alimentado pelas receitas da arrecadação da contribuição para o PIS/Pasep. A CEF opera em situação semelhante com o FGTS, que recebe contribuições em contas individualizadas, e utiliza esses recursos, junto com outros originários de exigibilidades sobre depósitos de poupança para financiar suas atividades no terreno do crédito habitacional. O BB opera o Sistema Nacional de Crédito Rural, de que falamos no Capítulo 5 em conexão com as atividades do BCB no fomento rural, cujos recursos são originários dos compulsórios sobre depósitos à vista e sobre a poupança rural. Em 2010 o crédito direcionado movimentou R\$ 590 bilhões, pouco mais de 1/3 do crédito total da economia, dos quais R\$ 358 bilhões, cerca de 60% foi concedido pelo BNDES, R\$ 131 bilhões (aproximadamente 25% do total) foi concedido em crédito imobiliário pela CEF e o restante, R\$ 81 bilhões representando 15% do total, correspondeu ao crédito rural<sup>126</sup>.

Esses circuitos não podem deixar de ser compreendidos como mecanismos de financiamento políticas públicas e, portanto, como capítulos importantes na disputa de recursos com o setor privado em um contexto de dominância fiscal. Esses circuitos são o resultado de uma longa evolução que amadurece depois de 1994 quando são melhor organizadas as fontes fiscais e sobretudo quando os bancos federais são colocados sob a disciplina de Basileia, obrigados a apurar seus ativos com os mesmos critérios dos bancos privados e observar estritas proporcionalidades com relação ao capital social de cada um. O seletivismo, o fomento e o subsídio não são vedados pelas disposições de responsabilidade fiscal, ou pela regulação prudencial, apenas ficam limitados aos recursos disponíveis e transparentemente designados para este fim. Entretanto, como tais circuitos são regidos por legislações específicas, e há pouco na LRF sobre temas para-fiscais, o crédito direcionado acabou oferecendo um terreno preferencial para “pedaladas” e para os impulsos expansionistas no contexto da Nova Matriz. As limitações institucionais evidentes podem ter evitado maiores tragédias, mas não inteiramente. Entre 2008 e 2016, o crédito direcionado cresceu de 12,9% do PIB em 2008 para 26,4%, enquanto o crédito livre se manteve estável, enquanto os bancos públicos elevaram sua participação no crédito total de 14,3% em 2008 para 30,0% em 2015<sup>127</sup>.

---

<sup>126</sup> Lundberg, 2011, p. 31 *passim*.

<sup>127</sup> Loyola, 2016, pp. 240-244.

É antiga a percepção que a existência desses circuitos estabelece um mecanismo semelhante ao de uma “meia entrada”, ou de um subsídio cruzado, uma doença bastante disseminada no país, e que encontra as mais variadas expressões<sup>128</sup>. O vício é bem conhecido e sua característica mais singular reside justamente no fato de, simultaneamente, baratear e favorecer certos grupos privilegiados com acesso a esses recursos (preços) subsidiados e em escassear e encarecer os recursos (preços) disponíveis para o público em geral. Para toda “meia entrada” há sempre uma entrada em dobro, como é bem sabido.

Tudo se passa como se a “anormalidade” dos juros altos (e a alta tarifa de ônibus ou da eletricidade, ou o ingresso para o teatro) pudesse ter uma solução seletiva e moralmente justificável, tal como a correção monetária eliminava os efeitos da inflação onde incidia, sempre de forma seletiva, e provavelmente tornando o processo mais vicioso. É curiosa, em retrospecto, a dificuldade de se perceber o absurdo em se tomar a hiperinflação como ‘normalidade’ da qual se podia ressaltar alguns, talvez muitos, mas nunca todos. O mesmo se passa com os juros, uma “normalidade” incômoda que é removida seletivamente para os beneficiários do crédito direcionado. Os efeitos desses mecanismos sobre o chamado *spread* bancário nem sempre são bem aferidos<sup>129</sup>, mas existe uma percepção clara que o crédito direcionado reduz relevantemente a potência da política monetária, uma vez que os circuitos onde são dominantes a TR e a TJLP, cuja magnitude pode estar na faixa de 40% do crédito total, permanecem quase que inteiramente protegidos da política monetária e a assimetria é tanto maior quanto maior a taxa de juros nominal.

É faz pouco sentido imaginar que se possa eliminar os circuitos de crédito direcionado, especialmente quando os juros básicos estão em dois dígitos: seria como proibir a correção monetária na vigência de inflação elevada, não obstante os problemas decorrentes do tratamento seletivo, especialmente para quem não o tem. O assunto se parece, conceitualmente, com o da unificação cambial estudado no Capítulo 4, através do qual fica claro que a condição antecedente para a fusão dos dois mercados era a correção de fundamentos que eliminasse o ágio pela plena operação das leis da oferta e da procura. No caso em tela, se estão presentes as condições para que as taxas Selic caiam para níveis de um dígito, os subsídios definidos pela diferença entre a taxa básica e as taxas especiais vão

---

<sup>128</sup> O exemplo das gratuidades em espetáculos patrocinados ou não pelo Poder Público é o mais conhecido e o mais discutido nos últimos tempos. O mesmo vale para os estádios de futebol e para os transportes e outros serviços públicos. A existência de subsídio cruzado, discriminação de preços e “tarifas sociais” em preços de serviços públicos são temas extensamente estudados na literatura especializada. Ver, por exemplo, Andrade, 1998.

<sup>129</sup> Um estudo de Costa & Nankani, 2005 sobre o assunto reporta uma decomposição do *spread* bancário pela qual se vê que a inadimplência explica 32,6% do *spread*, os custos administrativos e *overhead* algo como 17,6%, compulsórios e subsídios cruzados respondem por 17,1% do *spread* total.

minguando até quase desaparecer por completo. Nem é preciso discutir se o Orçamento Geral da União deveria então acomodar tais valores, uma vez que a economia alcança um estado onde é como se a TJLP, a taxa subsidiada historicamente disponível apenas para os campeões e empreendedores apoiados pelo BNDES, se tornasse disponível para todos. Os direcionamentos se tornariam ociosos e desnecessários como os aparatos de correção monetária depois que a inflação elevada desapareceu. O privilégio da moeda estável agora é de todos, como a dádiva de operar no mercado oficial de câmbio deixa de ter valor pois as leis da oferta e da procura vigoram para todos de forma igual, num contexto de liberdade.

É importante ressaltar que, a despeito de a Nova Matriz ter feito o país recuar diversas casas em seu caminho para o futuro, esta mesma agenda permanece intacta. A redução da taxa básica virá naturalmente com a percepção de melhora no equilíbrio fiscal intertemporal, e esta é precisamente a batalha tendo lugar no momento em que esse manuscrito se encerra. E quando cair o juro, desaparecerão espontaneamente as catedrais seletivistas construídas a partir do crédito direcionado e da poupança forçada, primeiro ao perder relevância, e em seguida por obsolescência, exatamente como se passou com as gigantescas construções erguidas em nome da correção monetária. Como vimos no Capítulo 2, a correção monetária sempre persistirá para as relações de longo prazo, pois o brasileiro não possui ilusão monetária e jamais esquecerá as aflições que a inflação lhe causou no passado. A indexação funciona muito mais como um seguro, em condições de inflação baixa, sendo muito possível que, em futuro não tão distante, algo semelhante tenha lugar com o crédito direcionado concedido em TR ou TJLP.

É interessante e útil terminar esse longo percurso recobrando um vislumbre positivo e promissor que se verificou logo antes da chegada da Nova Matriz, quando novos horizontes pareciam se abrir, e as perspectivas para a vida econômica com juros baixos, ou apenas normais, se apresentava magnífica. Talvez mesmo tivéssemos aqui a sensação de algo semelhante aos efeitos da reforma monetária de 1994, ou um segundo Plano Real, porém numa escala mais restrita e pertinente aos mercados de capitais. Um fenômeno de extraordinária importância nesse contexto oferecia uma preciosa indicação sobre o futuro: uma expressiva elevação do valor das coisas duradouras, como acima argumentado, diante de uma década de melhoria nos termos de troca entre o presente e o futuro. O valor de mercado do conjunto das empresas abertas no Brasil experimenta uma elevação extraordinária durante a década virtuosa: de US\$ ...bilhões em 1998, passa a US\$ ...trilhão em 2009.



A criação de valor é avassaladora, e não há razão para imaginar que o fenômeno estivesse restrito a bolsa de valores, pois em toda parte onde taxa de desconto se viam ajustadas a uma nova realidade de valores presentes, era como se o futuro começasse a valer mais. Ativos imobiliários, títulos longos e planos de negócios cujos fluxos positivos localizados mais para longe no tempo subitamente começavam a valer mais. O crescimento do valor da riqueza tinha dimensões incríveis: na bolsa era algo como 50% do PIB de criação de riqueza, algo que mudava inclusive a percepção sobre a ideia do enriquecimento, que parece se libertar dos modestos números de crescimento do PIB. Poderá ser muito mais rápido. A riqueza poderia crescer de forma muito mais rápida por conta das reformas que afetassem “estruturalmente” a percepção de custo de capital. Não há dúvida que foi isso o que se passou em países da periferia europeia quando, num intervalo de poucos anos, suas taxas de juros convergiram para níveis alemães, os faturamentos das empresas passaram a ocorrer em euros, e os valores em bolsa sofreram uma grande multiplicação. Havia, portanto, um precedente interessante ao processo de enriquecimento que o Brasil experimentava ao final da década virtuosa.

O que se vislumbrava em 2009, particularmente depois de o Brasil ultrapassar os efeitos da crise de 2008, parecia mágico. Essas perspectivas eram talvez perceptíveis para *The Economist* ao colocar o Cristo Redentor decolando em 2009, refletindo sentimentos de mercado e de agências de risco, um otimismo que beirava a ingenuidade ou a desinformação. Mas era uma conjectura honesta: a oportunidade estava lá, por que o Brasil haveria de desperdiçá-la? Tudo o que se colocava era a continuação da política macroeconômica definida pelo ‘tripé’, idealmente acompanhada de reformas que pudessem atacar aspectos estruturais que reduziam a força do fenômeno de *crowding in* que se experimentava.

Essas tendências pareciam apontar para um novo modelo de crescimento e desenvolvimento, onde o papel do crédito público seria menor, bem como a extração de recursos do setor privado através de poupança forçada direta ou *crowding out* através de juros. Com um mercado de capitais de aspecto mais normal era de se vislumbrar um país que tivesse taxas de formação bruta de capital físico bem maiores, pois os termos de troca entre o presente e o futuro seriam bem melhores pois os mercados onde eram determinados iam ficar livres da presença de um personagem muito influente sobretudo pela sua ansiedade e miopia. O custo do capital seria menor, o investimento maior e com ele também a taxa de poupança. O Brasil migraria para uma nova realidade de previdência e de construção de seu futuro. Seria a migração de uma espécie de adolescência, caracterizada pela confusão, imediatismo, otimismo ingênuo e ansiedade, para outra de maturidade, para a realidade do

tempo. O país do futuro chegaria finalmente à meia idade, e precisa rever suas ilusões de meninice, enfrentar a finitude, e o envelhecimento. “A juventude não retorna, e a velhice será longa”<sup>130</sup>. Dará passos em falso, reincidirá em velhos erros, trará dúvidas, irritação e mesmo o desespero, mas as perspectivas de enriquecimento continuam lá. O roteiro talvez pareça mais claro. O futuro ficou um pouco mais distante, mas parece talvez mais nítido.

Mas ... tivemos o retrocesso, The Economist fez seu *mea culpa* a outra capa, de setembro de 2013, com os dizeres: O Brasil pôs tudo a perder? (*Has Brazil blown it?*) com o Cristo Redentor voando de forma caótica, prestes a desabar. Mas

---

<sup>130</sup> Gianetti, 2012, p. 81