1518
TEXTO PARA DISCUSSÃO

ipea

O BANCO CENTRAL DO BRASIL: INSTITUCIONALIDADE, RELAÇÕES COM O ESTADO E COM A SOCIEDADE CIVIL, AUTONOMIA E CONTROLE DEMOCRÁTICO

Carlos Eduardo Carvalho
Giuliano Contento de Oliveira
Marcelo Balloti Monteiro

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

1518

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Rio de Janeiro, dezembro de 2010

O BANCO CENTRAL DO BRASIL: INSTITUCIONALIDADE, RELAÇÕES COM O ESTADO E COM A SOCIEDADE CIVIL, AUTONOMIA E CONTROLE DEMOCRÁTICO*

Carlos Eduardo Carvalho**
Giuliano Contento de Oliveira***
Marcelo Balloti Monteiro****

* Este texto foi produzido no âmbito do projeto Perspectivas do Desenvolvimento Brasileiro, mais especificamente como subsídio ao livro do eixo Fortalecimento do Estado, das Instituições e da Democracia. Trabalho desenvolvido também no âmbito do grupo de pesquisas sobre Moeda, Finanças e Desenvolvimento Econômico da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP).

** Professor do Departamento de Economia da PUC/SP.

*** Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP).

**** Mestrando no Programa de Pós-Graduação em Economia da PUC/SP.

Governo Federal

Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República
Ministro Samuel Pinheiro Guimarães Neto

ipea **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**

Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente
Marcio Pochmann

Diretor de Desenvolvimento Institucional
Fernando Ferreira

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais
Mário Lisboa Theodoro

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia
José Celso Pereira Cardoso Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas
João Sicsú

Diretora de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais
Liana Maria da Frota Carleial

Diretor de Estudos e Políticas Setoriais, de Inovação, Regulação e Infraestrutura
Márcio Wohlers de Almeida

Diretor de Estudos e Políticas Sociais
Jorge Abrahão de Castro

Chefe de Gabinete
Persio Marco Antonio Davison

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação
Daniel Castro

URL: http://www.ipea.gov.br
Ouvidoria: http://www.ipea.gov.br/ouvidoria

Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade do(s) autor(es), não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

ISSN 1415-4765

JEL: E42, E58, H77

SUMÁRIO

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO 7

2 OS BCs NAS ECONOMIAS CONTEMPORÂNEAS: OS TERMOS DO DEBATE DA INDEPENDÊNCIA E DO REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO 10

3 O BCB: HISTÓRIA E CONTEMPORANEIDADE 27

4 CASOS "EXEMPLARES" DE EXERCÍCIO DA AUTONOMIA DE FATO DO BCB 37

5 NOTAS FINAIS 53

REFERÊNCIAS 54

SINOPSE

O artigo discute, à luz da tese da independência do Banco Central do Brasil (BCB) e do processo de formação da autoridade monetária brasileira, a autonomia "de facto" do BCB dentro do Estado e frente à sociedade civil. Embora não seja formalmente independente, em especial por não dispor da prerrogativa exclusiva de conduzir a política monetária, o BCB atua como se dispusesse de plena autonomia jurídica. No exercício dessa autonomia, o BCB muitas vezes ultrapassa os limites legais que deveria observar, sem prestar contas de sua atividade, como ocorreu em diversos episódios recentes. Ademais, o BCB vai além das funções típicas de autoridade monetária e atua como formador de opinião e defensor de ideias e de propostas em áreas como a política econômica e o campo jurídico. Assim, as relações do BCB com o Estado e a sociedade civil constituem uma deficiência do processo democrático brasileiro.

ABSTRACT[i]

The article discusses, based in the theory of Central Bank independence and in the process of formation of the Brazilian monetary authority, the autonomy "de facto" of BCB inside the State and in face to civil society. Although it is not formally independent, for not disposing of the exclusive prerogative to conduct monetary policy, the BCB acts as if it had full juridical autonomy. In the exercise of that autonomy, the BCB often exceeds the legal limits that should be observed without accountability, as occurred in several recent episodes. Furthermore, the BCB transcend the typical functions of monetary authority and acts as opinion leader and defender of ideas and proposals in areas such as economic policy and juridical. Thus, the relations of BCB with the State and civil society constitute an imperfection of the Brazilian democratic process.

---

[i]. *The English version of the abstract in this working paper has not been reviewed by Ipea's editorial department.*
A versão em língua inglesa da sinopse (abstract) deste texto para discussão não é objeto de revisão pelo Editorial do Ipea.

1 INTRODUÇÃO

Apesar de não dispor de estatuto jurídico de autonomia, o Banco Central do Brasil (BCB) desfruta de ampla autonomia de fato dentro do Estado e diante da sociedade brasileira, como se dispusesse de autonomia institucional. Essa autonomia cresceu e se consolidou, nas últimas décadas, em funções consideradas exclusivas dos bancos centrais (BCs) nas sociedades atuais, como o manejo da taxa de juro e da política monetária, e também de atribuições mais complexas e polêmicas, como as funções de banco dos bancos e de emprestador de última instância. No exercício dessa autonomia de fato, o BCB muitas vezes ultrapassa os limites legais que deveria observar e sem prestar contas de sua atividade, como ocorreu em episódios recentes ligados ao setor financeiro. Além disso, o BCB vai além das funções típicas de autoridade monetária e atua como formador de opinião e defensor de ideias e de propostas em áreas como a política econômica e o campo jurídico.

A acumulação de poderes nos BCs não é exclusividade brasileira. O desenvolvimento financeiro das últimas décadas, baseado em moedas fiduciárias sem lastro, foi acompanhado pelo insulamento progressivo dos BCs, como guardiões da riqueza financeira e do funcionamento dos mercados, com poderes para submeter outras instâncias do Estado aos efeitos de suas decisões, especialmente no caso da política fiscal e da política cambial. Além disso, o mandato de preservar a estabilidade do sistema financeiro delega aos BCs a função de emprestador de última instância, o que lhes permite agir com ampla discricionariedade em momentos de crise, sob a justificativa de defender o conjunto da sociedade dos efeitos danosos de crises de liquidez.

Ainda assim, o caso brasileiro apresenta singularidades relevantes. Apesar da formação tardia, apenas em meados da década de 1960, o BCB passou progressivamente de uma situação de forte subordinação às autoridades fiscais e aos grandes bancos públicos para a obtenção de poderes semelhantes aos seus congêneres, apesar de não contar com autonomia de direito. O Plano Real consagrou esses poderes e também a posição de que o BCB passou a desfrutar, como se discute em seguida.

Com a nova arquitetura institucional configurada com o Plano Real, em que o regime de política econômica de juros altos e câmbio baixo é um desses elementos,

o BCB é alçado à condição de "centro de poder"[1] do sistema estatal,[2] pois acredita-se que a "credibilidade" dos agentes com expectativas racionais seria o principal objetivo da política econômica. Nessa perspectiva, o simples anúncio de mudanças não seria suficiente para ganhar a confiança dos agentes privados, sendo necessário manter sempre a consistência ao longo do tempo das políticas macroeconômicas, comprometendo-se assim com a política esperada no futuro, independentemente da ocorrência de turbulências ou de alternância política.

Nesse novo arranjo pós-Plano Real, a política monetária tornou-se de fato hierarquicamente superior às demais políticas econômicas (fiscal e cambial) e o BCB passou plenamente à condição de ente responsável pela estabilidade macroeconômica, sobretudo pelo manejo da taxa de juros. A lógica dos defensores dessa preponderância é que a política monetária, no sistema de metas de inflação, deve se pautar por regras em detrimento da discricionariedade, pois assim se eliminaria o viés inflacionário, favorecendo de forma indireta o desempenho econômico. Nessa perspectiva, a efetivação das metas desejadas só seria alcançada com a existência de um BCB com elevado grau de independência, ou seja, suas decisões devem ser tomadas sem nenhum tipo de subordinação hierárquica a outra agência do Estado brasileiro.

Além dos elementos de política econômica, é preciso destacar que a autonomia do BCB é também utilizada como forma de legitimação de suas decisões, independentemente dos seus custos sociais. Isso é possível porque se construiu uma imagem de que suas decisões são "impessoais" e "técnicas", "protegidas" das pressões "políticas" (na pior acepção do termo) de outras agências de Estado e de grupos da sociedade, interessados apenas em obter recursos para defender seus interesses egoístas, o que fatalmente geraria mais inflação. Assim, o grande escudo de legitimação do BCB diante da sociedade é sua busca pelo bem público com inflação baixa, ainda mais numa sociedade que continua a conviver com o fantasma dos longos períodos de inflação alta.

1. Os aparelhos que concentram a capacidade de decidir ("poder efetivo") são os "centros de poder" do Estado. Na verdade, eles são os *locus* institucionais onde as decisões fundamentais são efetivamente tomadas, inclusive sem nenhuma subordinação hierárquica a outra agência burocrática do sistema estatal (CODATO, 1997).

2. Adota-se aqui o mesmo conceito de sistema estatal usado por Codato (1997, p. 36-37), a saber: "Entendo por 'sistema estatal' ou, mais propriamente, 'sistema institucional dos aparelhos do Estado', o conjunto de instituições públicas e suas ramificações específicas (funcionais, setoriais e espaciais) encarregadas da administração cotidiana dos assuntos de governo. Utilizo essa noção aqui de forma descritiva, pois não pretendo sugerir que as agências do Estado possuam uma integração perfeita entre si ou uma articulação 'racional' segundo uma lógica burocrática abstrata [...]".

Com essa legitimidade, o BCB consegue combinar a situação paradoxal de, por um lado, receber críticas de vários segmentos da sociedade por sua política monetária centrada em juros elevados e, por outro, gozar de amplo consentimento para o exercício de atividades como o socorro ao sistema financeiro e a defesa dos interesses dos bancos privados. Esse consentimento inclui a ausência quase completa de críticas ou mesmo de questionamentos por instâncias do Estado e da sociedade e também a capacidade de interferir com força no debate de ideias e de criar consensos em torno de suas posições. É o caso da chamada insegurança jurídica dos credores, em que o BCB, apesar de ser um órgão público, posiciona-se exclusivamente em defesa dos credores, ou seja, dos bancos, sem demonstrar preocupação com direitos dos devedores, dos tomadores de crédito e do público em geral, apesar das denúncias de abusos praticados pelos bancos contra seus clientes.

A análise dos poderes do BCB é indispensável para a compreensão do Estado brasileiro atual. Trata-se de investigar não apenas a base institucional de seus poderes, tal como definida pela legislação, mas principalmente a sua atuação concreta. É necessário analisar tanto o grau de autonomia para a tomada de decisão e as exigências de prestação de contas aos demais poderes e à sociedade em períodos de normalidade, quanto a capacidade de atuar de forma discricionária em momentos de instabilidade financeira, como ocorreu nas crises bancárias de meados dos anos 1990, em 2002 e em 2008. Nos dois tipos de situação, é preciso também investigar as formas como o debate público trata a atuação do BCB, componente indispensável para entender sua capacidade de legitimação no âmbito do Estado e também da sociedade.

Para isso, o trabalho se organiza em mais quatro seções, além desta introdução. A segunda traz uma revisão dos papéis atribuídos aos BCs nas economias contemporâneas, de modo a situar as bases dos poderes do BCB e também as singularidades de que se revestem. A terceira traça inicialmente um quadro sintético da história do BCB até os dias atuais e depois apresenta um quadro básico das relações do BCB com as demais instâncias do Estado brasileiro e com a sociedade civil – suas obrigações de prestação de contas e de transparência. A quarta seção caracteriza e discute o que se chama aqui de autonomia ou independência de fato, por meio da análise de alguns episódios dos últimos anos. E, por fim, a quinta seção apresenta as notas finais.

2 OS BCs NAS ECONOMIAS CONTEMPORÂNEAS: OS TERMOS DO DEBATE DA INDEPENDÊNCIA E DO REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO

As funções assumidas pelos BCs nas economias capitalistas foram condicionadas pelo desenvolvimento econômico e pela crescente diversificação dos sistemas financeiros nacionais. A imposição de um sistema baseado na moeda de crédito, que tem no sistema bancário o centro de gravitação do sistema de pagamentos, induziu a assunção de funções cada vez mais complexas pela autoridade monetária. A proliferação da moeda escritural-fiduciária impôs ao banco central a responsabilidade pela solvência do sistema bancário, inclusive com a legitimação da função de emprestador de última instância em contextos em que a busca de manutenção de posições líquidas por parte dos atores econômicos coloca em risco o sistema de pagamentos (FREITAS, 2000).

Ao prezar pela solvência desse sistema, ao assumir a função de emprestador de última instância, a autoridade monetária busca garantir a aceitação da moeda de crédito privada, emitida pelos bancos comerciais. Essas instituições ocupam lugar central numa economia monetária, considerando que em seu intento de viabilizar a obtenção de lucro podem assumir posições financeiramente arrojadas, capazes de colocar em risco o sistema de pagamentos. O banco central, por seu turno, acaba sendo induzido a manejar seu conjunto de instrumentos num canal muito estreito, pois ao mesmo tempo em que o aporte de liquidez no sistema bancário se mostra necessário em determinados contextos, essa iniciativa pode induzir os próprios bancos a assumir posições ainda mais arrojadas e colocar em risco outra de suas principais funções, a saber, a preservação do poder de compra da moeda.

A centralidade ocupada pela moeda de crédito nas economias capitalistas, dessa forma, enseja a assunção de um conjunto amplo de funções por parte da autoridade monetária, envolvendo a gestão dos meios de pagamentos, a administração da moeda e do crédito e a organização do sistema de compensação, bem como assumir a condição de prestamista de última instância, regulador e supervisor do sistema bancário e gestor das reservas internacionais (FREITAS, 2000).

Embora o desenvolvimento institucional dos BCs tenha apresentado variações entre os países, no sentido de não ter sido observado o típico desenvolvimento orgânico

do Banco da Inglaterra,[3] nas economias capitalistas contemporâneas esse conjunto de funções é assumido pelos BCs. Cumpre salientar, contudo, que as contradições envolvidas entre a busca incessante pelo lucro por parte dos bancos, de um lado, e o objetivo das autoridades monetárias de garantir a solvência do sistema de pagamentos, de outro, concorrem no sentido de tornar o exercício dessas funções pelos BCs cada vez mais complexo. Quando os bancos passam a administrar estrategicamente seus balanços, no sentido de compreender tanto as operações ativas como as passivas, e passam a dispor da possibilidade de securitizar operações de seus ativos, num contexto de crescente interpenetração dos mercados financeiros nacionais e de oscilações frequentes das variáveis-chave do sistema, a administração da moeda e do crédito pelos BCs se torna mais complexa e, assim, dificultada.

Não menos importante, ademais, a atuação dos BCs como prestamistas de última instância não impede a recorrência da assunção de posturas frágeis pelos bancos ao longo dos ciclos de negócios, condição que impõe a estruturação de sistemas de regulação e supervisão que busquem evitar a assunção de riscos exagerados pelas instituições bancárias, os quais decorrem do relaxamento de suas margens de segurança ao longo das fases de otimismo (MINSKY, 1986; KREGEL, 1997). Nesse aspecto, pois, os BCs podem acabar executando um trabalho de Sísifo, no sentido de que a função de emprestador de última instância pode acabar se tornando recorrente, contrapartida resultante da tentativa de manutenção da estabilidade do sistema de pagamentos.

Diante de todas essas contradições envolvendo as funções dos BCs, a partir de meados dos anos 1980 passou a ganhar força o entendimento de que a função dessas instituições deveria se restringir ao controle da inflação, vale dizer, à preservação do poder de compra da moeda. E o alcance desse objetivo, ademais, seria facilitado com a ruptura da relação dos BCs com os demais poderes, tanto o Executivo como o Legislativo. A independência dos BCs permitiria, desse modo, eliminar possíveis influências dos políticos sobre a formulação e a execução da política monetária, convertendo a

3. Conforme destaca Freitas (2000, p. 407), no caso dos Estados Unidos, por exemplo, a função referente ao controle da moeda e do crédito apenas passou a ser assumida pelo banco central depois da crise de 1929, na esteira dos efeitos adversos causados pela crise bancária.

autoridade monetária em uma "entidade apolítica"[4] cuja aversão à inflação seria maior que a média da sociedade,[5] como sustenta Freitas (2006, p. 274).

Para os mais radicais, a ideia da independência do banco central consiste, pois, não apenas em delegar completa autonomia ao manejo dos variados instrumentos de política monetária, mas também delegar a escolha de seus objetivos.

Por trás desse entendimento, colocam-se três ideias inter-relacionadas, a saber: *i*) a moeda, e por extensão, a política monetária, mostra-se incapaz de afetar as variáveis reais do sistema, como produto e emprego – para os adeptos da teoria dos "ciclos reais" à la Charles Plosser, tanto no curto como no longo prazo; *ii*) os "agentes econômicos" tomam decisões com base em "expectativas racionais", olhando para a frente (*forward-looking*), em vez de decisões simplesmente adaptativas, baseadas em informações pregressas (*backward-looking*); com efeito, os "agentes" alteram suas expectativas frente a mudanças na política econômica, condição que altera o resultado esperado sob condições de expectativas adaptativas; e *iii*) a economia está sempre em equilíbrio, pois como os agentes tomam decisões racionais, a confirmação das expectativas de inflação – expectativas essas que são relacionadas com a variação do estoque de moeda – garante a igualdade entre a taxa de desemprego corrente e a taxa natural de desemprego – função de Lucas; em razão disso, diante de um aumento da oferta de moeda, os "agentes racionais" reagiriam elevando os preços, considerando que a taxa corrente de desemprego repousa em torno da taxa natural (CARVALHO *et al.*, 2007).

Conforme explica Carvalho *et al.* (2007, p. 125-138), a função de Lucas é dada por:

$$Ut = Un - \alpha\,(Pt - Pet) + \beta$$

sendo $\alpha > 0$, onde β = fatores não monetários que afetam a taxa corrente de desemprego (choque tecnológico); *Ut* = taxa corrente de desemprego no período *t*; *Un* = taxa natural de desemprego; *Pt* = inflação no período *t;* e *Pet* = inflação esperada no período *t*.

4. Ou, como diz Carvalho (2006, p. 217), a: "[...] aceitação geral do princípio da 'independência' implica confinar o problema ao território da técnica, afastando-o do político [...]".

5. Sobre a formalização da ideia de que um banco central que possua maior aversão da inflação do que a média da sociedade implica ganhos no combate à inflação, ver Rogoff (1985). Sobre a relação direta entre independência do banco central e comprometimento com a estabilidade de preços, por seu turno, ver Cukierman (1992), um dos principais autores que defende a tese da independência do banco central. Para uma revisão geral e abrangente da literatura sobre banco central independente, ver Mendonça (2001), Montes (2007) e Rigolon (1997).

Destarte, a taxa corrente de desemprego será sempre igual à taxa natural quando as expectativas de inflação são confirmadas. Considerando, ainda, que $Pet = E(Pt/It-1)$, ou seja, que a esperança da inflação no período t (*Pet*) leva em conta todas as informações (*I*) obtidas pelos agentes até o período $t-1$; e que $Pt = Mt + dt$, onde Pt = inflação no período t; Mt = variação do estoque de moeda no período t; e dt = aumento não esperado de demanda pelo produto no período t; segue que as expectativas de inflação estão totalmente relacionadas com as expectativas de variação do estoque monetário (*Met*), de modo que $Pet = Met$. Então, admitindo-se que os agentes conhecem a regra de variação do estoque monetário – e conhecem-na, pois agem racionalmente –, tem-se que $Met = Mt$. Admitindo-se, ainda, que $dt = 0$, pode-se concluir que nunca pode haver equívoco quanto às expectativas de preços por parte dos agentes (CARVALHO *et al*., 2007, p. 126-128).

Com efeito, a equação de Lucas em sua versão menos ampliada, que desconsidera o fator β, pode ser reescrita como:

$$Ut = Un - \alpha\,(Mt - Met)$$

De modo que se $Mt = Met$, segue a igualdade entre a taxa corrente de desemprego (*Ut*) e a taxa natural de desemprego (*Un*). Isto, evidentemente, apenas se mostra válido se os "agentes econômicos racionais" conhecem a regra de variação do estoque monetário e se a possibilidade de choque de demanda for desconsiderada, tal como salienta Carvalho *et al*. (2007, p. 126-128).

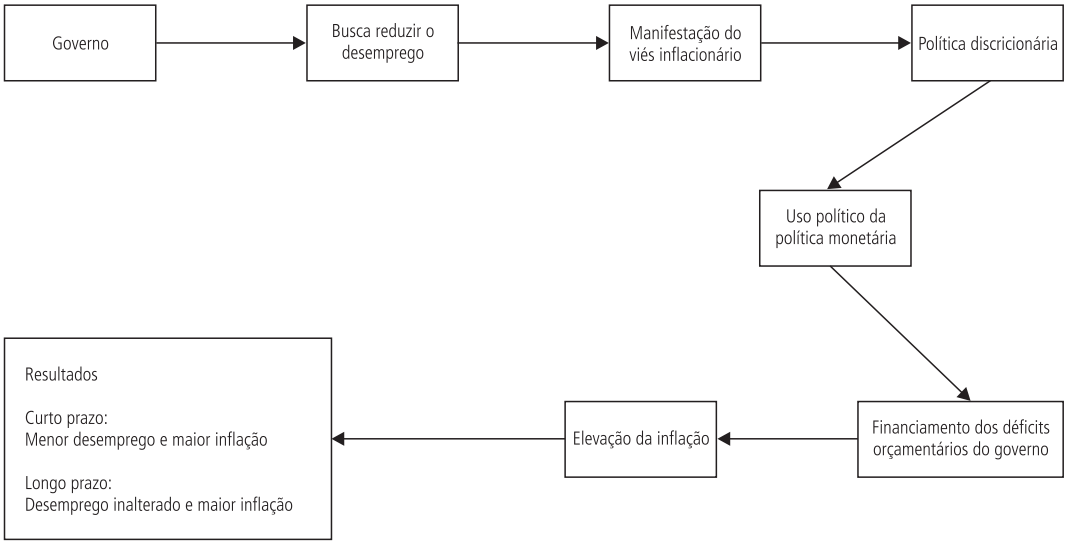
De acordo com essa perspectiva, portanto, resta à política monetária preservar o poder de compra da moeda, preferencialmente mediante o comprometimento com uma meta estipulada para a inflação. Para os adeptos da teoria novo-clássica (ciclos monetários), a política monetária pode afetar as variáveis reais do sistema apenas em condições inusitadas, capazes de gerar um "efeito surpresa" nos "agentes econômicos". Tais efeitos, contudo, são apenas possíveis no curto prazo, considerando que os "agentes aprendem". Além disso, uma iniciativa dessa natureza por parte da autoridade monetária, ao afetar negativamente sua reputação e, por extensão, sua credibilidade, tende a implicar o ônus da inflação, mesmo sob condição de igualdade entre a taxa corrente e a taxa natural de desemprego.

Implícita a essa hipótese, ademais, está a "tese quantitativista" de que a quantidade de moeda da economia determina o nível de preços, o que apenas pode se mostrar válido, como se sabe, quando se consideram a velocidade de circulação da moeda e a renda real constantes, ou, nesse último aspecto, quando se considera a ideia *ad hoc* de que a taxa corrente de desemprego repousa sobre a taxa natural de desemprego. Uma política monetária expansionista, desse modo, tem apenas o efeito de provocar aceleração dos preços, sem influenciar as variáveis reais do sistema. Ter-se-ia, pois, mais inflação com o mesmo nível de emprego, o que justifica a curva de Philips vertical na versão de Lucas.

As variáveis reais são influenciadas, de acordo com essa perspectiva, pelo lado da oferta, notadamente a partir de inovações tecnológicas que impliquem ganhos de produtividade do sistema. Admite-se, ainda, que os BCs não independentes carregam intrinsecamente um "viés inflacionário", no sentido de serem suscetíveis a pressões políticas que impliquem expansão do gasto mediante emissão de moeda, ante a influência dos demais poderes sobre sua atuação, o Executivo e o Legislativo. Por essa razão, propõe-se a aplicação de uma tessitura institucional baseada no binômio independência do banco central–regime de metas para a inflação. Com o primeiro, busca-se romper com o "viés inflacionário" da autoridade monetária, pois se evita a possibilidade de, a partir das pressões dos demais poderes, o banco central monetizar os déficits orçamentários. Com o segundo, por sua vez, intenta-se estabelecer um comprometimento do banco central com o alcance de uma meta estipulada para a inflação, cujo cumprimento aumentaria sua reputação e, por extensão, seu nível de credibilidade, eliminando-se a possibilidade de "eventos surpresas" que, embora capazes de reduzir a taxa corrente de desemprego no curto prazo, causam apenas inflação no longo prazo.

Com efeito, pode-se afirmar que o regime de metas para a inflação surge como uma decorrência da ineficácia da política monetária imposta por sua inconsistência temporal, constituindo um mecanismo capaz de reduzir o grau de discricionariedade da autoridade monetária e, assim, o chamado "viés inflacionário". A figura 1 apresenta um resumo dos resultados decorrentes da aspiração governamental pela redução do desemprego quando da inexistência de um banco central independente, de acordo com a abordagem novo-clássica.

FIGURA 1
Os efeitos da política monetária na abordagem novo-clássica, considerando um BC não independente



Fonte: Elaboração própria, baseada em Mendonça (2000, p. 104).

Por essas razões, Carvalho (1995, p. 135) sintetiza a hipótese de independência do banco central do seguinte modo:

> A independência do Banco Central como condição para a manutenção do poder de compra da moeda parece ser a panacéia dos anos 90, como a adoção de regras quantitativas foi nos anos 70 e 80. Muitos aderem à proposta e repetem-na pela imprensa, como a receita "científica" para se obter disciplina monetária. Propõe-se que bancos centrais são instituições definidas por uma função natural: garantir a estabilidade do poder de compra da moeda. Assume-se que pressões políticas, no entanto, tendem a desviar a autoridade monetária de sua função natural, subordinando, de modo não apenas ilegítimo como também ineficaz, ordenação monetária a objetivos de curto prazo, como a sustentação do nível de emprego ou a promoção do crescimento que governos irresponsáveis acreditariam obter através de políticas expansionistas. O sistema monetário seria, assim, algo sério demais para ser deixado aos políticos. A independência do Banco Central asseguraria que a gestão monetária seria exercida acima dos jogos políticos.

A noção de existência de uma relação direta entre inflação e desemprego parte do pressuposto de que um aumento do estoque de moeda implica, necessariamente, uma taxa de inflação mais elevada – hipótese altamente contestável em abordagens não quantitativistas. A perspectiva novo-clássica da política monetária, ao se fundamentar na curva de Phillips, pressupõe que toda a inflação decorre de pressões da demanda,

além de que a taxa corrente de desemprego converge para a taxa natural, compatível com uma inflação estável – Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment (NAIRU) (MONTES, 2007). Sabe-se, contudo, que a inflação de demanda constitui apenas uma das diversas causas de aceleração dos preços. Além disso, partindo-se de uma perspectiva não convencional, mostra-se equivocada a hipótese de que a moeda não afeta as variáveis reais do sistema, mesmo no longo prazo, considerando se tratar de um ativo que, por encarnar a própria noção de liquidez, apresenta-se capaz de influenciar duradouramente as decisões dos atores econômicos (KEYNES, 1985; MOLLO, 2004; CARVALHO, 1992).

Diante do descontentamento ensejado pelas hipóteses restritivas assumidas pela abordagem novo-clássica,[6] inclusive em razão da baixa aderência de suas conclusões às evidências empíricas, os representantes do então surgido novo-keynesianismo passaram a incorporar hipóteses consideradas menos restritivas em seus modelos, tais como rigidez de preços e salários (modelos de preços fixos)[7] – capazes de justificar a reação não instantânea do sistema a choques e possibilidade de desemprego involuntário,[8] respectivamente – e a consequente eficácia da política monetária, ainda que restrita ao curto prazo.

Geralmente, esses modelos – de equilíbrio geral dinâmico ao invés de equilíbrio parcial – são elaborados a partir das escolhas realizadas por agentes econômicos,

6. Especialmente no que se refere à inexistência de "falhas de mercado" e, por extensão, à prevalência de ajustamento instantâneo dos mercados, ante a suposição de preços e salários totalmente flexíveis.

7. Conforme salienta Sicsú (1999, p. 86), a ideia de ajustamento para a corrente novo-keynesiana se refere à lentidão do processo de ajustamento dos preços e salários aos mecanismos de mercado. Isso significa, de um lado, que os mercados não se equilibram automaticamente; mas, de outro, que os preços caminham em direção ao ponto de equilíbrio. "[...] Rigidez e flexibilidade são propriedades que se referem, ambas, à velocidade de ajuste de variáveis econômicas. [...] Portanto, variáveis rígidas são variáveis lentas – e não variáveis fixas. Em consequência, o tempo de ajuste se tornaria demasiadamente longo na presença de variáveis rígidas. É nesse sentido que o termo rígido é utilizado por novos-keynesianos". (SICSÚ, 1999, p. 86).

8. Para a corrente novo-keynesiana, assim, a existência de desemprego involuntário resulta da rigidez dos salários, decorrendo de "falhas" do mercado de trabalho, ao invés de ser resultante da insuficiência de demanda efetiva. Diversos motivos são apresentados por essa vertente para explicar a referida rigidez e, assim, a existência de desemprego involuntário, entre os quais o poder de barganha dos sindicatos e a teoria do salário eficiência – que, *grosso modo*, sugere a prevalência de salários mais elevados do que o salário de referência, ante seus impactos positivos sobre a produtividade do trabalho, condição que impede a prevalência de um nível de salário real compatível com o pleno emprego (busca-se, assim, manter a eficiência/produtividade do trabalhador). Pauta-se, ainda, nos modelos de contrato implícito, defasagem temporal de reajuste, *insider-outsider* e de custos de ajustamento – a serem assumidos pelas empresas quando da decisão de aumentar os preços. Como observa Sicsú (1999, p. 85), no entanto: "[...] Keynes demonstrou que a economia pode atingir posições de equilíbrio aquém do pleno emprego sem se utilizar de hipóteses referentes à flexibilidade das variáveis preços e salários. [...]". Por isso, como registra Ferrari-Filho (2003, p. 288) ao se referir à vertente novo-keynesiana: "[...] o desemprego involuntário keynesiano é analisado, não sob a ótica da insuficiência de demanda efetiva, explicada pela natureza monetária, mas como decorrência da hipótese de inflexibilidade de preços e salários. *Em outras palavras, a teoria novo-keynesiana é uma teoria 'keynesiana' sem demanda"* (grifo nosso).

considerados sempre racionais, entre consumo *versus* poupança, trabalho *versus* lazer e título *versus* moeda, das quais são deduzidas as curvas IS e LM, assim como uma relação com a curva de Phillips – que, na versão novo-keynesiana, cumpre salientar, relaciona as alterações da taxa de inflação ao hiato de produto corrente e esperado (GONTIJO, 2009; ARESTIS; SAWYER, 2008, p. 633-636). Por isso, segundo Le Heron (2003, p.13): *"[...] Ultimately, New Keynesians rather than New Classicals have influenced the views and behaviour of modern central banks".*

A curva IS admitida na versão novo-keynesiana relaciona não apenas a taxa de variação do produto real com a taxa de juros, mas também com o hiato de produto esperado, definido pela diferença entre a taxa de crescimento do produto real efetivo e potencial da economia.[9] O hiato de produto, por sua vez, mostra-se determinado pelos valores atuais e esperados da taxa de juros e de choques de demanda. No que compete à curva LM, por seu turno, considerando a evidência de que o exercício da política monetária se opera mediante alterações da curva da taxa de juros, ao invés do controle sobre os agregados monetários, essa abordagem concebe a curva LM como a taxa de juros de curto prazo determinada pelo banco central (GONTIJO, 2009).

Com efeito, a política monetária pode ser deduzida a partir de uma função de reação da autoridade monetária, considerando que a taxa de juros afeta o produto real (curva IS), e a taxa de variação dos preços guarda relação positiva com o hiato de produto (GONTIJO, 2009). Entre as diversas funções de reação, conforme registra Lima (2008), a mais conhecida corresponde à regra de Taylor (1993), que relaciona a determinação da taxa de juros de curto prazo (i_t) às seguintes variáveis: *i*) taxa de inflação (α_t); *ii*) desvio entre a taxa de inflação corrente e a meta para a taxa de inflação, dada por α^*; *iii*) hiato de produto, dado pela diferença entre o produto real efetivo (δ_t) e o produto potencial estimado (δ^*); e *iv*) taxa de juros real de equilíbrio da economia (λ). Destarte, a regra de Taylor (1993) pode ser escrita da seguinte maneira:

$$i_t = \alpha_t + \lambda + \mu\,(\delta_t - \delta^*) + \upsilon\,(\alpha_t - \alpha^*)$$

Sendo μ e υ o grau de sensibilidade do banco central às alterações do hiato de produto e ao desvio da inflação efetiva em relação à meta para a inflação, respectivamente.

9. Na função IS tradicional, cumpre registrar, a renda real (*Y*) guarda relação inversa com a taxa de juros (*ir*), além de ser influenciada pelo gasto autônomo, não sendo estabelecida qualquer relação com o hiato de produto.

Embora a inserção da função IS nos modelos novo-keynesianos tenha significado a assunção da influência da política monetária sobre o produto, essa relação se restringe apenas ao curto prazo. A introdução dessa função, articulada com o regime de metas para a inflação, faz com que a influência da política monetária sobre o produto se mostre funcional apenas para fazer os preços convergirem para a meta de inflação, ante a referida relação entre a taxa de variação dos preços dos bens e serviços e o hiato de produto e a suposição de que a moeda se mostra neutra no longo prazo. Isso porque no longo prazo, conforme indicado, essa vertente também assume a hipótese da neutralidade da moeda e, assim, da ineficácia da política monetária, motivo pelo qual a adoção do regime de metas para a inflação faz sentido dentro do arcabouço teórico da abordagem novo-keynesiana, surgida nos anos 1980. A condição de inconsistência temporal, ademais, ratifica o estabelecimento de regras para a condução da política monetária.

A neutralidade da moeda no longo prazo, cumpre destacar, deriva da aceitação da hipótese quantitativista de que o nível de preços é determinado pela oferta de moeda[10] (GONTIJO, 2009, p. 292). Como o longo prazo é concebido como uma situação em que se faz presente o equilíbrio automático dos mercados via preços e salários, o desemprego involuntário deixa de existir – pois apenas se faz presente quando da existência de lentidão do processo de ajustamento dos mercados, ou seja, de rigidez – e a curva de oferta agregada passa a ser admitida inelástica – donde resulta o ajustamento macroeconômico via preço quando do aumento da oferta de moeda (SICSÚ, 1999, p. 86). Ou seja, a rigidez de preços e salários que se faz presente no curto prazo e impede o autoequilíbrio dos mercados deixa de existir no longo prazo, tornando a moeda neutra, em sintonia com a Teoria Quantitativa da Moeda.[11] Não por outra razão, afirma Sicsú (1999, p. 86):[12]

10. A própria noção de rigidez de preços incorporada nos modelos elaborados pelos adeptos da "nova síntese neoclássica" ou do "novo consenso", cumpre salientar, faz do controle da inflação o objetivo precípuo da política monetária.

11. De acordo com os novos-keynesianos, uma política monetária expansionista, ao afetar os preços relativos do sistema, provoca alterações na repartição da renda, afetando o consumo. Não obstante, o aumento do gasto induzido pela mudança dos preços relativos tende a pressioná-los para cima, aumentando os preços na mesma proporção do aumento da quantidade de moeda. No frigir dos ovos, pois, de uma política monetária expansionista, resta apenas um nível de preços mais elevado, sem efeitos reais a longo prazo (MOLLO, 2004, p. 329). No longo prazo, assim, prevalece a "lei dos mercados" ou, simplesmente, a "Lei de Say".

12. Nessa mesma linha, em nota de rodapé, afirma Mollo (2004, p. 327): "[...] Quanto aos novos-keynesianos, o que os distingue dos novos-clássicos é a percepção de que o poder regulador do mercado a curto prazo é comprometido pela rigidez de preços, já que concordam tanto com a necessidade de fundamentos microeconômicos da macroeconomia, quanto com as expectativas racionais. A longo prazo as duas teorias se confundem. Elas formam o chamado mainstream." Para uma análise crítica às teorias macroeconômicas pautadas em microfundamentos, ver Nunes Ferreira (2003).

> Consequentemente, a micro walrasiana é útil e a macro-keynesiana é inútil como instrumento para analisar o longo prazo, porque nesse contexto não existiriam flutuações econômicas nem desemprego involuntário. No longo prazo, valeriam a micro walrasiana e a macro novo-clássica. *Portanto, novos-keynesianos não são a negação da escola novo-clássica, apenas destacam a sua inadequação para o curto prazo* (grifo nosso).

Destarte, por conceberem, como os novos-clássicos, a neutralidade da moeda no longo prazo, o binômio institucional regime de metas para a inflação–banco central independente faz pleno sentido dentro do constructo teórico novo-keynesiano.[13] Se a moeda é neutra no longo prazo e seus efeitos reais são apenas transitórios no curto prazo, o melhor que o banco central tem a fazer é se comprometer com o alcance de uma meta preestabelecida para a inflação. E para ficar imune às pressões políticas e, assim, eliminar o chamado "viés inflacionário", melhor que a autoridade monetária seja independente. "[...] É esta neutralidade, pois, ou a ideia de efeitos meramente transitórios da moeda sobre a economia real que torna mais fácil, para seus defensores, a proposição de controle monetário restritivo para redução da inflação, uma vez que os custos envolvidos não tendem a ser encarados como elevados" (MOLLO, 2004, p. 328-329).

Não por outra razão, Le Heron (2003, p. 17) mostra que o chamado "novo-consenso" ou "nova-síntese" sobre política monetária, influenciado preponderantemente pela corrente novo-keynesiana, conforme sinalizado, pode ser sintetizado a partir de quatro pontos, aqui categorizados de "postulados", a saber: *i*) toda política fiscal expansionista conduz a maiores taxas de inflação e de taxas de juros de longo prazo; *ii*) toda política monetária restritiva conduz a uma menor taxa de inflação sem qualquer efeito sobre o crescimento econômico no longo prazo; *iii*) o objetivo intermediário da política monetária passa de uma meta para a inflação para uma meta de taxa real de juros – cujo manejo, evidentemente, mostra-se circunscrito ao alcance de uma meta para a inflação (objetivo final); e *iv*) a política monetária deve ser implementada por um banco central independente, de modo a aumentar seu grau de credibilidade – elevando,

13. Pois conforme assinala Mollo (2004, p. 328): "É a aceitação da neutralidade [da moeda] que justifica a prioridade de controle dos preços sobre a garantia do crescimento econômico. [...]". Vale salientar, contudo, que a admissão de que no curto prazo a rigidez dos preços e salários (falha de mercado) impede o mercado de viabilizar ajustes eficientes e automáticos faz com que, nessa vertente, seja admitido algum tipo de intervenção discricionária da autoridade monetária, mas dentro dos marcos do compromisso com a estabilidade de preços (metas para a inflação, preferencialmente), seja no curto, seja no longo prazo (MOLLO, 2004). Surge daí o entendimento dos adeptos do regime de metas para a inflação que esse sistema constitui um meio-termo entre regras e a completa discricionariedade da política monetária. Sobre essa questão, ver Oliveira e Damasceno (2007).

assim, o grau de eficiência desse instrumento e, por conseguinte, reduzindo o custo de sua aplicação. Tais "postulados" se acham, pois, inteiramente compatíveis com a hipótese da neutralidade da moeda.

Segue, portanto, que somente um arcabouço teórico que conceba a moeda como um ativo, passível de retenção pelo público, mostra-se capaz de assumir a condição de não neutralidade da moeda, seja no curto, seja no longo prazo. Na abordagem verdadeiramente keynesiana, a demanda por moeda deixa de ser concebida como estável ao longo do tempo, porque se acha dependente de expectativas acerca de um futuro eminentemente incerto, sujeito ao tempo histórico, ao invés do tempo lógico assumido pelas abordagens convencionais. Requer, ainda, um arcabouço que permita questionar a eficiência dos mercados e assuma a inflação não necessariamente enquanto subproduto de pressões do lado da demanda, tal como admitido pelos adeptos do "novo consenso", mas também das disputas travadas pelos atores econômicos por aumentos na participação da renda nacional, vale dizer, do conflito distributivo. E que conceba, ademais, o crédito como um mecanismo capaz de influenciar a capacidade de acumulação de riqueza do sistema, ante a capacidade de criação de moeda pelos bancos – atores, por isso, não neutros (MOLLO, 2004; KEYNES, 1984, 1985; DAVIDSON, 1991; ARESTIS; SAWYER, 2008).

Uma economia empresarial ou monetária da produção, que conta com essas características, faz da política monetária um instrumento poderoso para afetar as decisões dos atores econômicos, mostrando-se capaz de influenciar suas decisões de gasto e investimento – e, assim, a capacidade produtiva –, e não necessariamente o mais adequado para combater a inflação. Nessa perspectiva, circunscrever esse instrumento ao plano estrito do combate à inflação tem a implicação de subtrair dos governos um importante mecanismo para garantir o crescimento econômico sustentado, além de impor um ônus desnecessário em termos de produto e renda, ante sua não neutralidade nem no curto, nem no longo prazo. As "falhas de mercado", dessa maneira, não constituem condição necessária, tampouco suficiente, para admitir o desemprego involuntário, mesmo num sistema de estática-comparativa, conforme demonstrado por Keynes (1985) e ressaltado por diversos autores pós-keynesianos, tais como Ferrari-Filho (2003, p. 292) e Sicsú (1999, p. 96).

Pode-se observar, dessa forma, que o entendimento do papel da moeda na economia acaba resultando em diferentes interpretações no que diz respeito, embora

não apenas,[14] à operacionalização da política monetária, bem como ao arcabouço institucional mais adequado para viabilizá-la. E para os fins deste artigo, mostra-se evidente a articulação do binômio regime de metas para a inflação–banco central independente com as abordagens convencionais que concebem a moeda como simples meio de troca, incapaz de afetar a economia real, notadamente no longo prazo, seja ela de corte velho-keynesiano, monetarista, novo-clássico ou, inclusive, novo-keynesiano (FERRARI-FILHO, 2003; SICSÚ, 1999; MOLLO, 2004).

Importa destacar que a independência do banco central representa a delegação de um instrumento muito poderoso a um conjunto de supostos "sábios com mandatos fixos", o que significa a pressuposição da incapacidade de uma sociedade gerir a moeda e o crédito. Não menos importante, significa circunscrever a política monetária ao plano estrito do controle da inflação, o que pressupõe a condição de neutralidade da moeda e, por extensão, a ideia de que apenas fatores institucionais e tecnológicos, bem como as preferências individuais entre trabalho e lazer, determinam a taxa de desemprego de uma economia[15] (CARVALHO, 1995, 1995-1996). O mercado, dessa forma, apresenta-se alçado à condição de ator supremo, eivado de condição metafísica, imune às pressões irresponsáveis advindas da sociedade e, em razão disso, capaz de garantir níveis ótimos de emprego sem efeitos surpresos indesejados.

Outro ponto a ser destacado diz respeito aos limites intrinsecamente estabelecidos pela orientação restrita da política monetária para o controle dos preços dos bens e serviços. Conforme revelam os casos das crises ensejadas por deflação de ativos, com destaque à grande depressão dos anos 1930, do Japão dos anos 1990 e dos Estados Unidos mais recentemente, a lassidão da política monetária nem sempre se associa à aceleração dos preços dos bens e serviços, especialmente em contextos em que a prevalência de um "estado de ânimo generalizado", conforme assinalado por Galbraith (1972), mostra-se capaz de potenciar as decisões de investimento dos homens de negócios

14. Isso porque, para os novos-keynesianos, a garantia de pleno emprego no longo prazo requer a flexibilização de preços e salários, que pode ser viabilizada mediante a implementação de políticas de desregulamentação do mercado de trabalho, abertura comercial, câmbio plenamente flexível etc. (SICSÚ, 1999, p. 97). Por isso, "[...] No longo prazo, a teoria novo-keynesiana não reserva nenhum papel ativo ao governo: afinal, nesse contexto, o mundo seria novo-clássico. [...]". E mesmo no curto prazo, cumpre salientar "[...] não necessariamente acreditam que políticas governamentais ativas sejam desejáveis porque muitos dos tradicionais argumentos contra essas políticas, tais como defasagens de percepção/reação, permanecem válidos para muitos novos-keynesianos" (SICSÚ, 1999, p. 97).

15. Significa, desse modo, a assunção da hipótese do que Keynes (1985) denominou desemprego voluntário e friccional, não envolvendo a admissão da possibilidade de desemprego involuntário. Sobre este ponto, ver Freitas (2006).

e os ganhos de produtividade, evitando, assim, a inflação. Isso porque, frequentemente, a aceleração dos preços dos ativos pode induzir a realização de investimentos em massa e ensejar a incorporação de novas tecnologias e de novos métodos de gestão empresarial capazes de viabilizar ganhos de produtividade em ritmo compatível com o crescimento da demanda agregada, afastando a possibilidade de ajustamento macroeconômico via preço. Nessas condições, a lassidão da política monetária pode ensejar a formação de bolhas de ativos, mobiliárias e imobiliárias, cujas consequências adversas sobre a sociedade podem se fazer sentir quando da reorientação do estado geral de expectativas dos atores econômicos. Isso significa que tanto a "formação" de bolha de ativos como seu "estouro" podem decorrer de uma política monetária míope em relação a outros fenômenos que não a inflação, donde a própria reversão da política monetária, destinada a conter a aceleração dos preços, pode desempenhar efeitos *destructívus* sobre o sistema.

Quer-se sustentar, com isso, que o papel da política monetária nas economias contemporâneas transcende o plano estrito da estabilidade do poder de compra da moeda, ante as necessidades requeridas pelo próprio sistema. Além disso, a restrição de seu papel impõe restrições intertemporais de difícil resolução, considerando que a estabilidade do sistema de pagamentos requer, de quando em quando, a assunção da função de prestamista de última instância por parte da autoridade monetária, condição que pode ensejar um ajuste inflacionário, ainda que no curto prazo. Isso não significa, evidentemente, que não deva existir autonomia do manejo dos instrumentos de política monetária por parte dos BCs, mas, sim, que as metas a serem alcançadas sejam resultantes de um pacto social. Não menos importante, requer-se a existência de um sistema de prestação de contas junto à sociedade, de modo a tornar transparentes os instrumentos utilizados e os custos envolvidos para a viabilização do alcance das metas estabelecidas.

Tem-se, pois, que a imposição de regras para a condução da política monetária, de modo a orientá-la para o alcance de um único objetivo considerado possível, ante a assunção da hipótese da neutralidade da moeda, acaba impossibilitando a acomodação de situações em que seu uso pode se revelar importante, quando não essencial.

A política monetária, ao induzir um processo de redistribuição de carteiras entre diferentes ativos, mostra-se capaz de influenciar as decisões de gasto do sistema. Nessa perspectiva, de corte keynesiano, esse instrumento pode constituir elemento essencial

para viabilizar o alcance de metas diversas de política econômica. A pressuposição de que uma política monetária expansionista provoca tão-somente inflação, conforme admitido pelas diferentes correntes de pensamento de vertente ortodoxa, parte da assunção de um conjunto de premissas questionáveis, especialmente em determinados contextos históricos e institucionais. Isso significa que suas recomendações partem de uma estrutura teórica baseada numa situação particular, de pleno emprego, e de conceitos *ad hoc* pouco observáveis na realidade, como a neutralidade da moeda e a taxa natural de desemprego. Por isso Mendonça (2003, p. 114), ao analisar a tese da independência, afirma: "[...] há muitas hipóteses ad hoc para a validade da teoria, o que indica ser mais adequado entender grande parte da literatura sobre a credibilidade da política monetária como um caso particular, e por conseguinte, deve-se ponderar de forma criteriosa a sua aplicabilidade ao mundo real".

É evidente que o grau de eficiência da política monetária, no que diz respeito à ampliação dos níveis de produto e emprego do sistema, esbarra em uma série de restrições, posto que dependente das reações dos atores econômicos às determinações da autoridade monetária. Em contexto de alta incerteza, por exemplo, uma política monetária expansionista pode se mostrar pouco eficiente para elevar o nível de emprego, ante o elevado grau de preferência pela liquidez assumida pelos atores econômicos. Nessas ocasiões, conforme indicou Keynes (1985) em sua obra maior, a política fiscal pode cumprir um papel mais eficiente do que a política monetária.

Implícito ao binômio banco central independente–regime de metas para a inflação, está a ideia de coordenação de política econômica convencional, presa ao princípio dos orçamentos equilibrados. Isso porque, estando comprometido com o controle da inflação e assumindo a condição de independência, o banco central não sucumbirá às pressões dos demais poderes no sentido de ampliar a emissão de moeda para financiar o déficit público, o que geraria inflação.[16] Com efeito, se a política monetária tiver como meta uma inflação predeterminada e for realizada por um banco central independente, a política fiscal tende a se ajustar à política monetária, induzindo

16. Cumpre chamar a atenção, contudo, para a possibilidade de a conjunção entre a independência do banco central e um desenho rígido de metas para a inflação implicar um aumento da carga de juros sobre a dívida pública, dificultando, inclusive, a manutenção de um orçamento equilibrado. Não menos importante, a prática de juros elevados pode neutralizar o efeito positivo sobre as decisões empresariais causado pelo controle da inflação. Desse modo, a construção da "credibilidade" pelo banco central, que supostamente permitiria a prática de juros menores, pode causar danos sociais muito elevados. Por credibilidade, frise-se, entende-se a inexistência de inconsistência temporal na política monetária, o que torna críveis as ações da autoridade monetária junto ao público (MENDONÇA, 2000; MONTES, 2007).

o governo a reduzir o déficit – desde que, evidentemente, o público não se disponha a financiar um déficit adicional. Daí, pois, decorre o fato de a adoção do binômio aludido implicar a subordinação dos demais instrumentos de política econômica à política monetária (FREITAS, 2006; MENDONÇA, 2003).

Cumpre salientar, no entanto, que nos momentos em que a execução de uma política econômica anticíclica se mostra pertinente, uma estrutura de política monetária pautada nesse arranjo institucional pode se mostrar contraproducente no que tange à viabilização de uma ação coordenada de política econômica que busque a recuperação dos níveis de emprego e renda (FREITAS, 2006; MENDONÇA, 2003). Ou seja, o referido arranjo impede a utilização da política monetária enquanto instrumento anticíclico, justamente porque, segundo seus defensores, esse instrumento se mostra capaz de afetar apenas as variáveis nominais do sistema, como a inflação. Segundo Freitas (2006, p. 282):

> [...] a política monetária não deve ser utilizada de forma independente das demais políticas econômicas. A coordenação de políticas é essencial tanto para o planejamento dos objetivos macroeconômicos como para o sucesso das diferentes políticas em atingir esses objetivos. A política monetária não pode ser isolada das demais sob a responsabilidade de um banco central independente, sob pena de gerar custos sociais elevados, caso haja divergências entre o banco central e o governo.

Como se isso tudo não bastasse, os modelos que buscam estabelecer uma relação causal (inversa) entre independência do banco central e níveis de inflação, tal como realizado por Cukierman, Webb e Neyapati (1992), acabam desconsiderando as contradições derivadas de um conceito, por si mesmo, qualitativo. Os fatores comumente considerados para a mensuração do grau de independência do banco central, por isso, mostram-se passíveis de interpretações dúbias. Mandatos fixos, por exemplo, não implicam a impossibilidade de renúncia, bem como a ausência de representantes do Executivo na diretoria da autoridade monetária não significa a impossibilidade de influência do Executivo sobre a formulação e a execução da política monetária. A duração dos mandatos, geralmente admitida como indicador de independência – quanto maior, mais independente –, também pode indicar a funcionalidade de uma determinada diretoria aos interesses e objetivos do Poder Executivo (CARVALHO, 1995, 1995-1996; FREITAS, 2006). Por isso, afirma Carvalho (1995, p. 139): "Independência é, antes de mais nada, uma qualidade. [...]"

A combinação entre independência do banco central e regime de metas para a inflação, nesse sentido, significa a desconsideração de diversas importantes funções desempenhadas pela política monetária nas economias capitalistas, ao longo de seu processo evolutivo, estreitando radicalmente o campo de atuação da autoridade monetária. As funções dos BCs elencadas no início desta seção decorreram de um processo histórico-institucional, cujos condicionantes provieram das necessidades impostas para a gestão producente da moeda e do crédito, buscando minimizar as contradições intrínsecas envolvidas em um sistema de moeda bancária.[17] Isso porque, conforme já salientado, ao mesmo tempo em que os bancos são atores indispensáveis para a gestão do sistema de pagamentos de uma economia monetária da produção, essas instituições buscam incessantemente a acumulação e a valorização da riqueza sob a forma monetária, podendo, em razão disso, assumir posturas financeiras capazes de colocar em risco o próprio sistema de pagamentos.

Os constrangimentos decorrentes da combinação entre banco central independente e regime de metas para a inflação, ademais, podem ser considerados ainda maiores nas economias que integram a periferia do sistema capitalista, ante os desafios adicionais que se colocam à política monetária – em grande medida, cumpre salientar, decorrentes da inconversibilidade de suas moedas (PRATES, 2002; FREITAS, 2006). O regime de metas para a inflação, ao subordinar os demais instrumentos de política econômica à política monetária, conforme já salientado e advertido por Freitas (2006), especialmente quando combinado com um banco central independente,[18] pode transformar a taxa de câmbio em um simples instrumento de desinflação, de modo a viabilizar a convergência dos preços em direção à trajetória estipulada para a inflação.[19] Nessas economias, ao invés disto, entendemos que a taxa de câmbio deve ser

17. Conforme registra Freitas (2006, p. 282): "[...] mesmo nos dias atuais, a política monetária norte-americana não tem como objetivo exclusivo a estabilidade dos preços. Ao formular e executar a política monetária, o Fmoc tem como alvo a manutenção tanto da estabilidade dos preços como do nível de atividade econômica, sem a fixação de metas". Sobre o debate acerca da possibilidade de adoção do regime de metas para a inflação nos Estados Unidos, ver Deos e Andrade (2009).
18. Isso porque a "ruptura entre os poderes", decorrente da condição de independência do banco central, inviabiliza por completo a possibilidade de a sociedade, ainda que mediante seus representantes, reivindicar a alteração dos rumos da política monetária. Contudo, deve-se registrar que a inexistência de um banco central independente, por si só, não garante que esse processo seja viabilizado.
19. A ideia de que a taxa de juros possa ser usada, nesses países, para evitar fugas de capitais acaba sendo, de algum modo, acomodada pelo regime de metas para a inflação, ainda que *a posteriori*. Isso porque a fuga de capitais, ao ensejar uma desvalorização cambial e, por extensão, um movimento de aceleração dos preços internos, acaba induzindo a prática de uma política monetária restritiva. Nessa perspectiva, a ideia de que a combinação entre mobilidade internacional de capitais e câmbio flexível viabiliza a realização de uma política monetária autônoma deve ser relativizada, ante os efeitos da taxa de câmbio sobre a inflação e, consequentemente, sobre o grau de autonomia da política monetária.

utilizada preponderantemente como instrumento de desenvolvimento econômico, ao invés de desinflação.

Portanto, além de se mostrar carente de evidências empíricas e qualitativas robustas e universais, a tese da independência do banco central tem como base um conjunto de premissas que podem ser consideradas altamente passíveis de questionamentos, além de induzir a um processo de rupturas de poderes que pode colocar em risco a capacidade da sociedade de questionar as decisões da autoridade monetária. Vitórias resultantes dos avanços sociais obtidos após a Primeira Guerra Mundial, num contexto de avanços democráticos importantes derivados da participação das massas na política, a participação da sociedade nos rumos traçados pela autoridade monetária constitui condição fundamental para que sejam evitados os abusos cometidos pelos BCs no século XIX, quando da defesa do padrão-ouro.[20] A independência do banco central, assim, pode ser entendida enquanto o restabelecimento do *status quo ante*, tal como o fora a reintrodução do padrão-ouro pelos países desenvolvidos após a Grande Guerra.

Pode-se afirmar que a recomendação convencional de política monetária, da qual decorre a tese de independência do banco central, parte de pressupostos articulados com a minimização do papel e das funções das autoridades monetárias nas economias capitalistas. Tais premissas concorrem no sentido de problematizar a ideia de um banco central independente, pois tornam a autoridade monetária míope em relação a outros objetivos não menos importantes de política econômica, como aumento dos níveis de emprego e da renda. A condição de não neutralidade da moeda exige, dessa forma, pensar alternativas de arranjos institucionais não subordinados aos dogmas assumidos e sustentados pelo referencial convencional-ortodoxo.

20. Sobre as alterações provocadas pela forma que as sociedades passam a responder às determinações de política monetária após a Primeira Guerra Mundial, bem como suas implicações em termos de sustentação do padrão monetário internacional ouro-libra, ver Eichengreen (2000) e Mazzucchelli (2009). Conforme afirma este último (2006, p. 56): "[...] A radicalização da democracia foi uma consequência da guerra: aos sacrifícios impostos a homens e mulheres durante a guerra passaram a corresponder as obrigações do Estado no pós-guerra".

3 O BCB: HISTÓRIA E CONTEMPORANEIDADE

O processo de formação do BCB foi bastante peculiar, seja pelo seu caráter tardio,[21] seja em razão de suas relações altamente particulares com as outras instituições, notadamente o Tesouro Nacional e o Banco do Brasil (BB). Em 1964, quando de sua criação, a maioria dos países do mundo já possuía seus BCs, inclusive a América Latina.[22] Já em 1920, algumas modificações dentro do BB habilitaram-no a exercer algumas funções próprias de autoridade monetária. A Lei nº 4.182, de 13 de novembro de 1920, criou a Carteira de Emissão e Redesconto (CARED), cuja principal função consistia em permitir à instituição atuar enquanto prestamista de última instância. O diretor do BB era indicado pelo presidente do país, mas respondia ao presidente do referido banco. Três anos depois, concedeu-se monopólio de emissão de moeda ao BB (NOVELLI, 2001).

O Decreto nº 21.499, de 1932, criou a Caixa de Mobilização Bancária (CAMOB), com a função de garantir mobilidade entre os ativos dos bancos. Em 1944, a CAMOB adquire poderes de fiscalização bancária, modificando seu nome para Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária. Não por outra razão, Novelli (2001, p. 54) afirma que grande parte das funções típicas de um banco central era executada pelo BB, tais como: "a) emissão, redesconto e supervisão bancária na Cared; b) empréstimos de longo prazo para o sistema bancário na Camob; c) operações de câmbio e com as reservas na Carteira de Câmbio".

No início de 1945, o Decreto-Lei nº 7.293 criou a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC),[23] tida como o primeiro passo em direção à criação de um banco central,[24] inclusive pelo surgimento dos primeiros conflitos com o BB em torno

21. A constituição do primeiro banco central remonta ao século XVII, quando a Inglaterra estabeleceu em 1694, através do *Royal Chart*, que um banco privado com relações estreitas com o governo teria o poder de emissão e de depósito para financiar o governo (FREITAS, 2000, p. 400-401). Mesmo em relação aos países da América Latina verificou-se uma criação tardia do BCB, uma vez que os BCs da América Latina foram instituídos em geral nas décadas de 1920 e 1930. Sobre os antecedentes históricos dos BCs na região aludida, ver Batalla (1994).

22. A data em que alguns BCs de países desenvolvidos e sul-americanos adquiriram poder de emissão: França (1800), Suécia (1803), Holanda (1814), Noruega (1816), Áustria (1816), Dinamarca (1818), Bélgica (1850), Japão (1882), Suíça (1907), Bolívia, Paraguai e Estados Unidos, todos em 1914, Colômbia (1923), México (1925), Chile (1926), entre outros (MAGALHÃES, 1971, p. 22-88).

23. Sobre a SUMOC, ver ainda Lago (1982).

24. De acordo com Galvêas (1990, p. 10): "[...] a SUMOC era criada como embrião do Banco Central [...] e criou-se um Conselho da SUMOC que se transformaram depois: a SUMOC, em Banco Central e o Conselho da SUMOC, em Conselho Monetário Nacional".

da separação das funções de autoridade monetária, exercidas até então pelo BB. A solução de compromisso, no início da existência da SUMOC, foi torná-la um órgão administrado pelo BB (RIBEIRO, 1990).

Na década seguinte a SUMOC conseguiu criar certa "independência" em relação ao BB, sendo reafirmadas algumas de suas funções e estabelecidas divisões mais precisas de suas atribuições em relação ao BB. Foi nesse momento que a SUMOC passou a adquirir características mais próximas de um banco central, responsabilizando-se por diversas funções, tais como a fixação dos juros de redesconto, a fiscalização dos bancos comerciais, o estabelecimento das alíquotas de depósitos compulsórios e as políticas de câmbio e de *open market* (CORAZZA, 2006). No entanto, conforme registra Bulhões (1990, p. 93), "[...] a Sumoc só se transformou mesmo em instituição controladora da moeda quando veio o Banco Central".

Antes da criação do BCB, os papéis da autoridade monetária eram cumpridos pela SUMOC, responsável pelo controle da quantidade de moeda na economia, cabendo-lhe, assim, o recolhimento dos depósitos compulsórios dos bancos comerciais, as operações de redesconto e as taxas envolvidas, a taxa de juros sobre os depósitos bancários e a assistência financeira de liquidez, pelo Tesouro Nacional, órgão responsável pela emissão de papel-moeda; e pelo BB, cujas funções eram a de banqueiro do governo e banco dos bancos (BCB, 2009; CARVALHO *et al.*, 2007).

A criação do BCB ocorreu em 31 de dezembro de 1964, com a Lei nº 4.595, que extinguiu o Conselho da SUMOC e criou o Conselho Monetário Nacional (CMN), com a seguinte composição: o ministro da Fazenda; os presidentes do BB e do Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDE); e mais seis membros designados pelo presidente da República, com mandatos de seis anos. A nova instituição teria sua formação inicial baseada no que previa o Artigo 14, ou seja, sua diretoria teria a composição de quatro membros (um deles o presidente) e os diretores seriam selecionados dentre seis indicados para a composição do CMN.[25] Ainda no que confere à composição do BCB, previa-se o estabelecimento de mandatos fixos para os diretores, pois, de acordo com os idealizadores da proposta, essa condição garantiria a independência da autoridade

25. Para maiores informações sobre as alterações que ocorreram durante o período de sua criação até 1998, consultar Novelli (2001).

monetária em relação a possíveis pressões de congressistas, políticos em geral e do Ministério da Fazenda (NOVELLI, 2001). A instituição de mandatos fixos aos diretores da autoridade monetária então criada revela claramente a intenção de viabilizar certo grau de independência do BCB em relação aos demais poderes[26] (CORAZZA, 2006).

A incorporação da SUMOC ao BCB possibilitou, ademais, a transferência das principais funções da primeira à nova instituição então recém-criada, embora com algumas mudanças, a saber: *i*) a emissão de moeda e as operações de crédito junto ao Tesouro seriam de responsabilidade do novo órgão; *ii*) operou-se a extinção da CARED e da CAMOB; e *iii*) as operações de câmbio, antes de responsabilidade do BB, passaram a constituir função do BCB (CORAZZA, 2006).

A partir da sua fundação, o BCB sofreu diversas mudanças de cunho institucional, com grande destaque às ocorridas no interregno 1964-1988. As primeiras mudanças se deram no governo Costa e Silva (1967-1969). Inicialmente, houve a demissão da diretoria do BCB e a substituição do presidente, com Rui Leme cedendo lugar a Ernane Galvêas. No que concerne à questão institucional, por seu turno, houve duas modificações: *i*) a partir da Lei nº 5.326, o CMN passou a contar com sete membros nomeados pelo presidente da República, com a criação de uma nova diretoria no BCB; e *ii*) pelo Decreto nº 65.769, foram incluídos no CMN os ministros da Indústria e Comércio, Planejamento, Interior e Agricultura (NOVELLI, 2001).

Deve-se salientar que o papel do BCB transcendia a esfera estrita da execução das políticas estatais, sendo também responsável pela sua formulação. Ademais, os aperfeiçoamentos da tessitura institucional, particularmente no que compreende o âmbito da autoridade monetária, prosseguiram a partir de então. No governo de Emílio Garrastazu Médici (1969-1974), o Decreto nº 71.097 estabeleceu que o presidente do Conselho Nacional de Habitação e o presidente da Caixa Econômica Federal (CEF) integrassem o CMN (NOVELLI, 2001).

Mudanças institucionais mais importantes ocorreram durante o governo Geisel (1974-1979). Uma delas foi a criação do Conselho de Desenvolvimento Econômico e

26. Essa independência, contudo, provou-se falsa desde seu início, no âmbito do governo Costa e Silva, ante a demissão do presidente do BCB (CORAZZA, 2006).

Social (CDES) em substituição ao CMN, o que na prática significou a transferência da coordenação da política econômica do BCB para o CDE (NOVELLI, 2001, p. 138). No período aludido, ademais, ocorreram mudanças importantes no CMN. Com a Lei nº 6.045, de 1974, os ministros do Interior e da Agricultura e o presidente da CEF foram excluídos do CMN. Dois anos mais tarde, o presidente da Comissão Mobiliária de Valores foi aceito (NOVELLI, 2001, p. 138).

No governo de Figueiredo (1979-1985), por seu turno, ocorreram mudanças estruturais e institucionais no CMN e no BCB. Dentre elas, a mais relevante para os propósitos deste trabalho refere-se à transferência do CMN para o Planejamento, o que significou a subordinação do CMN ao Ministério da Fazenda. Isso porque, mais uma vez de acordo com Novelli (2001, p. 140):

> Por meio do decreto nº 83.323, de 11.4.1979, a presidência do CMN foi transferida para o Planejamento. Esta alteração colocou o BCB em uma situação inusitada: executor das políticas formuladas no CMN, cujo presidente agora era o secretário do Planejamento e, ao mesmo tempo, formalmente subordinado ao Ministério da Fazenda.

O referido decreto aumentou, ainda, o número de indicações do Presidente ao CMN, de três para oito, bem como o retorno dos ministros da Agricultura e do Interior, além do presidente da CEF ao referido Conselho.

Depois do Plano Real, a Lei nº 9.069/1995 alterou a composição do CMN para apenas três membros: os ministros da Fazenda, do Planejamento e o presidente do BCB, com deliberação por maioria de votos. Do ponto de vista institucional, a mudança ratificou o predomínio exclusivo do Poder Executivo no Conselho. A nova composição do CMN consolidou, dessa maneira, o poder de um "núcleo duro" do Executivo, com apenas dois ministros e o presidente do BC, sendo afastados assim os grandes bancos federais e outros ministérios, e manteve uma limitação à independência institucional do BCB, com poderes conferidos a um Conselho em que é minoritário frente a dois ministros demissíveis pelo presidente da República. Do ponto de vista político, a mudança aumentou o insulamento da política monetária e cambial, num país em que a sociedade civil e o Parlamento tradicionalmente têm pouca capacidade de interferência nos grandes temas dessas políticas, e mais ainda nas questões mais específicas nelas envolvidas. Na prática, a presença de dois votos potencialmente contrários exige do BCB uma presença política forte dentro do próprio Executivo, para garantir seus pontos de vista sem necessidade

de votações. O exame dos quatro casos destacados na seção 4 sugere que esse poder tem prevalecido, com exceção dos episódios de janeiro de 1999.

Vale registrar que desde o início da década de 1980, o debate sobre a independência do BCB voltava aos círculos econômicos com força total. A partir de 1985, o setor público nacional iniciou um processo de maior transparência e controle de suas contas. As contas do orçamento monetário de natureza fiscal passaram a fazer parte do orçamento fiscal. Em 1986 ocorreu ainda uma alteração institucional marcante, a saber, o congelamento da conta movimento do BB,[27] o qual passou, consequentemente, a não mais dispor da função de autoridade monetária. A partir desse momento, o trânsito de recursos entre essas duas instituições passou a ser devidamente registrado em seus respectivos orçamentos, aumentando a capacidade de controle da moeda pela autoridade monetária. A conta Reservas Bancárias foi centralizada no BCB, com o BB deixando de constituir autoridade monetária (NOVELLI, 2001).

A criação do Orçamento Geral da União (OGU), ademais, viabilizou a agregação dos orçamentos fiscal e monetário. Além disso, foi criada a Secretária do Tesouro Nacional (STN), de modo a unificar as despesas da esfera federal em um único caixa, e determinar o acerto de contas entre o Tesouro Nacional, o BB e o BCB – Artigo 11 do Decreto-Lei nº 2.376, de 25/11/1987 (CORAZZA, 2006; NOVELLI, 2001).

Em 1988, por seu turno, criou-se o Orçamento das Operações de Crédito, integrante do OGU que fez o BCB perder suas funções de banco de fomento. O BCB passou, ainda, a ser proibido de financiar diretamente o Tesouro Nacional e de emitir títulos – exceto para fins de política monetária.[28] Segundo Corazza (2006, p. 9): "[...] com essas mudanças, o Banco Central do Brasil parece se aproximar, sob o ponto de vista institucional, do modelo de um banco central clássico". Com o Artigo 34, a Lei de Responsabilidade Fiscal (nº 101/2000), a partir de 2002 o BCB passou a ficar

27. Instituída em 1965, a conta movimento do BB garantia o financiamento deste último pelo BCB. Viabilizava-se, a partir desse instrumento, a realização de políticas de crédito oficiais, além do financiamento do governo federal, não raro sem a existência de recursos provisionados (BCB, 2009).
28. Segundo Verçosa (2005, p. 48): "A nova ordem constitucional passou a impedir a utilização indevida do Banco Central do Brasil no financiamento do Tesouro Nacional, proibindo operações diretas ou indiretas com tal objetivo, apenas tendo permitido a compra e venda de títulos emitidos por aquele, com o fim de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros, ou seja, para efeito do exercício de uma política estritamente monetária".

impedido de emitir títulos inclusive para efeito de política monetária, o que significou uma divisão ainda mais clara entre os papéis de autoridade monetária e autoridade fiscal (BCB, 2009). Não menos importante, com a Constituição de 1988, a indicação da diretoria do BCB ficou a cargo do presidente da República, dependente apenas de aprovação de maioria simples do Senado (NOVELLI, 2001).

Importa destacar, ainda, que a Constituição de 1988, em seu Artigo 192, prevê a elaboração de lei complementar do Sistema Financeiro Nacional, em substituição à Lei nº 4.595. Ou seja, o referido artigo deixa toda a competência do disciplinamento da moeda e do crédito para lei complementar, condição que de acordo com Saddi (1997, p. 194) tem a seguinte implicação: "[...] a ausência de uma lei complementar implicou, pelo fenômeno jurídico da recepção, a manutenção do status quo regido pela lei n. 4.595 de 31 de dezembro de 1964 [...]".

Hoje, o BCB constitui uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, com funções de supervisão do Sistema Financeiro Nacional (SFN), como exposto no quadro 1.

QUADRO 1
Composição do SFN

<table>
<tr><td>Orgãos normativos</td><td>Entidades supervisoras</td><td colspan="4">Operadores</td></tr>
<tr><td rowspan="3">CMN</td><td rowspan="2">BCB</td><td rowspan="2">Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista</td><td>Demais instituições financeiras</td><td colspan="2" rowspan="3">Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros</td></tr>
<tr><td>Bancos de câmbio</td></tr>
<tr><td>Comissão de Valores Mobiliários (CVM)</td><td>Bolsas de mercadorias e futuros</td><td>Bolsas de valores</td></tr>
<tr><td>Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)</td><td>Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)</td><td>Resseguradores</td><td>Sociedades seguradoras</td><td>Sociedades de capitalização</td><td>Entidades abertas de previdência complementar</td></tr>
<tr><td rowspan="2">Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC)</td><td rowspan="2">Secretaria de Previdência Complementar (SPC)</td><td colspan="4">Entidades fechadas de previdência complementar</td></tr>
<tr><td colspan="4">(Fundos de pensão)</td></tr>
</table>

Fonte: BCB. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP>.

Na condição de autoridade monetária, executando as orientações do CMN e zelando pela garantia da estabilidade do poder de compra da moeda, o BCB dispõe das seguintes funções: *i*) monopólio da emissão de moeda; *ii*) banqueiro do governo; *iii*) banco dos bancos; *iv*) supervisão do sistema financeiro; *v*) execução da política monetária; e *vi*) execução da política cambial e depositário das reservas internacionais.

O BCB dispõe de independência operacional e patrimonial, podendo manejar a política monetária autonomamente. No sistema de *inflation targeting*, instituído em 1999, como se sabe, a política monetária é orientada para o cumprimento de uma meta para a inflação previamente estipulada pelo CMN. Cumpre ao BCB, nessa perspectiva, garantir a estabilidade do poder de compra da moeda e assegurar a solidez e a estabilidade do sistema financeiro. No primeiro âmbito, o BCB estabelece a taxa de juros básica da economia, cujo alcance é viabilizado pelo controle da liquidez do sistema bancário. Já a promoção da estabilidade e da solidez do sistema financeiro, além de pressupor as funções de supervisão e de regulamentação, envolve a atuação da autoridade monetária como prestamista de última instância, provendo recursos para as instituições com problemas de liquidez – seja mediante a linha de redesconto, seja a partir das operações de mercado aberto, o mais comum.

Para os propósitos do artigo, importa destacar que o exercício das funções do BCB afeta áreas muito sensíveis da administração pública, inclusive com impactos orçamentários restritivos. As ações da autoridade monetária podem comprometer o alcance da atuação de autoridades eleitas democraticamente e onerar as contas públicas, pelos efeitos das taxas de juros sobre a dívida pública e pela transferência para o Tesouro Nacional de prejuízos incorridos pelo próprio BC no exercício de suas funções.[29] No caso da função de prestamista de última instância, existe sempre a possibilidade de que o BCB decida oferecer recursos a instituições que já estão irrecuperáveis, mas que poderiam "quebrar" sem oferecer riscos ao sistema. Em casos assim, a prestação de contas pouco exigente impede que se possa avaliar o que de fato ocorreu. Ademais, a política cambial pode responder a interesses localizados, de grupos de interesses dotados de grande poder econômico e/ou político,[30] sem corresponder aos interesses da maioria da sociedade.

Para evitar que as iniciativas da autoridade monetária coloquem em risco os interesses da coletividade é que se faz pertinente um sistema de prestação de contas e de controle sobre as ações dos BCs pelas sociedades contemporâneas. A "transparência"

29. Conforme registra Novelli (2001, p. 87), a partir de 1988 o BCB deixa de incorporar os seus resultados ao patrimônio, sendo transferidos para o Tesouro Nacional depois de compensados prejuízos eventuais de exercícios anteriores.
30. Nesse sentido, afirma Saddi (1997, p. 226): "[...] É evidente que o Banco Central não pode agir como se estivesse isolado de pressões, ou como um ente técnico insulado de seu ambiente natural. É uma instituição política que coage, influencia e desencoraja outros agentes, e não uma autarquia que não sofre ou jamais exerce pressões".

das decisões dos BCs deve ultrapassar os limites impostos pelas medidas de combate à inflação, transcendendo o estreito plano do binômio reputação–credibilidade e contemplando, inclusive, as possíveis relações estreitas estabelecidas entre a autoridade monetária e os grupos de interesses diversos, particularmente o sistema financeiro privado (CARVALHO, 2005; FREITAS, 2006). Tema caro aos defensores da tese da independência do banco central, regras de prestação de contas e de responsabilização pública dos atos dos dirigentes da autoridade monetária devem ser estabelecidas, inclusive, de modo a evitar abusos e favorecimentos indevidos derivados de possíveis relações siamesas entre os diferentes grupos de interesses e o BC.[31] Segundo Santos (2003, p. 175):

> Se examinarmos a literatura sobre a prestação de contas dos bancos centrais constataremos uma preocupação permanente com a construção de indicadores de accountability, basicamente, a partir de três variáveis: os objetivos do banco central, o grau de transparência com que suas diretorias tomam decisões e desenvolvem as outras atividades e a responsabilização final de seus dirigentes. Tal esforço, todavia, ainda que louvável, apresenta dois tipos de problemas: a) não existe neutralidade no conceito de prestação de contas de um Banco Central. Isto é, o tipo de prestação de contas que se julga adequado depende das hipóteses de teoria monetária que se adotam e do que se considera que devam ser as relações entre política monetária e fiscal, ou seja, dos fundamentos econômicos da análise da credibilidade; b) a prestação de contas dos bancos centrais, além da lei e dos estatutos do Banco, depende também da capacidade de controle do Legislativo sobre as variáveis chaves da prestação de contas – os objetivos do Banco Central, a transparência e a responsabilidade final das decisões de política monetária.

No contexto do arcabouço institucional do regime de metas para a inflação, a ideia da transparência se restringe basicamente às explicações da autoridade monetária acerca das decisões envolvendo a taxa básica de juros e temas correlatos. A divulgação da Ata do Comitê de Política Monetária (Copom) tem o objetivo de justificar a decisão

31. Conforme aponta o estudo de Morais (2005), tomando como referência o caso do BCB, a composição da diretoria da autoridade monetária brasileira se mostra fortemente marcada por profissionais da iniciativa privada e de acadêmicos sintonizados com os paradigmas convencionais da teoria econômica. A rede pessoal e profissional de relacionamento, conforme mostra Olivieri (2007), cumpre papel decisivo no processo de nomeação dos diretores do BCB. Segundo a autora (2007, p. 166): "A afirmação de que os critérios de nomeação são puramente técnicos é ingenuidade, ignorância ou, o que é pior, uma forma de tentar retirar a decisão sobre a distribuição dos cargos do âmbito do debate público". Sobre o assunto, ver ainda Novelli (2001, p. 91-125).
São diversos os casos em que membros da diretoria do banco central se tornam executivos de bancos, ou vice-versa, o que pode condicionar, embora não necessariamente, as ações da autoridade monetária em contextos específicos. Sobre a prestação de contas dos bancos centrais, bem como as dificuldades em se viabilizar um sistema desta natureza em contexto de "presidencialismo de coalizão", tomando-se como referência o caso brasileiro, ver Santos (2003, p.174-204).

do BCB sobre a condução da política monetária. No entanto, conforme sinalizado no início desta seção, ainda que no sistema de metas para a inflação a autoridade monetária tenha como principal objetivo viabilizar a convergência dos preços à meta estipulada pelo CMN, o BCB dispõe de uma série de outras funções, cujo sistema de transparência, prestação de contas e responsabilização pública dos atos ainda tem se mostrado muito deficiente. Estudo realizado por Cruz Júnior e Matias-Pereira (2007) a partir das avaliações dos mecanismos de governança existentes até 2003 sobre o BCB mostra que a autoridade supervisora da instituição se dá preponderantemente pelo Poder Executivo, ao invés de pelo Poder Legislativo. O Congresso Nacional tem cumprido, segundo os autores, um papel meramente assessório, subordinado e, por isso, pouco importante no que diz respeito ao controle sobre as ações do BCB. Entre as suas principais conclusões (2007, p. 70-71), destaca-se a seguinte:

> [...] as atribuições de controle legislativo resumem-se, muitas vezes, na aprovação dos dirigentes do Banco Central, indicados pelo Presidente da República, à promoção de audiências semestrais com o presidente do Bacen, a fim de discutir assuntos, principalmente, relacionados aos impactos fiscais das operações do Bacen, e à possibilidade de convocação de dirigentes para a prestação de esclarecimentos, quando for julgado necessário. Assim, via de regra, as competências legais de controle assumidas pelo Congresso priorizam dispositivos de supervisão ex post, do tipo alarme de incêndio, o que implica que a ação legislativa se dá, geralmente, depois que as decisões já foram tomadas e suas conseqüências, boas ou más, já estão assumidas. Dessa forma, a atuação congressual fica dependente da ocorrência de eventos negativos, para os quais seja necessária a intervenção do Congresso, por força da repercussão do caso junto à sociedade ou a grupos de interesse.
>
> [...] o controle parlamentar apresenta-se limitado, irresoluto e freqüentemente restrito a circunstâncias de apreciação de decisões já tomadas, fragilmente vinculado às etapas de formulação e implementação das políticas relacionadas à moeda, ao crédito e ao câmbio, tornando frágil a efetiva atuação supervisora do Congresso Nacional.

Decorre, pois, que o BCB opera sob uma estrutura legal que propicia um amplo raio de atuação, sem o estabelecimento de limites legislativos precisos, o que atribui um alto grau de discricionariedade à instituição (CRUZ JÚNIOR; MATIAS-PEREIRA, 2007). Ademais, conforme será discutido a seguir, episódios frequentes – considerando aqueles que se tornam públicos – demonstram que nem mesmo decisões já tomadas pelo BCB são devidamente investigadas e equacionadas pelo Poder Legislativo, condição que radicaliza ainda mais os problemas resultantes da insuficiência de controle da sociedade sobre a instituição. Por isso, ao analisar o caso brasileiro, Carvalho (2005, p. 214-217)

sustenta a necessidade de criação de instrumentos de transparência e responsabilização adicionais aos já existentes, de sorte a permitir maior controle das ações da autoridade monetária por parte da sociedade e dos demais poderes públicos. Diz o autor:

> A definição dos poderes do Banco Central é um dos maiores desafios para a democracia e para a defesa dos interesses populares. [...]
>
> Pode-se defender a concessão de poder tão grande [ao banco central] sob o argumento (discutível, mas procedente) de que a natureza dos problemas confiados ao BCB exige presteza e flexibilidade de atuação. A contrapartida deve ser então um conjunto de instrumentos (também ágeis e flexíveis) de controle por parte da sociedade e dos demais poderes públicos sobre o BCB, para que sua atividade não fique submetida à avaliação apenas dos "mercados". Deve haver também a previsão de sanções em casos de incompetência ou de irresponsabilidade (e não só em casos de má-fé).

O passo seguinte para a completa independência do BCB em relação aos demais poderes consiste na delegação de autonomia administrativa à instituição – mandatos fixos para os seus dirigentes –, além da concessão da independência para o estabelecimento de objetivos de política monetária pelo próprio BC.[32] Não se tem claro, contudo, em que medida iniciativas nessa direção podem concorrer no sentido de limitar a capacidade de mudanças na política econômica, caso a sociedade assim deseje – especialmente no caso em que os mandatos desses dois poderes "independentes" não coincidam (FREITAS, 2006). Conforme sugere Saddi (1997, p. 240), não parece ser democraticamente aceitável delegar a qualquer órgão da administração pública um poder superior ao dos três poderes estabelecidos constitucionalmente, tal como no caso de um banco central independente.

A existência de um banco central independente, seja de facto, seja de jure, pode significar a supressão de conquistas democráticas e sociais históricas, lançando a possibilidade de existência de BCs capazes de fazer uso de sua autoridade em proveito próprio para defender suas prerrogativas e legitimar ações consideradas socialmente questionáveis, especialmente num contexto em que os mecanismos de controle sobre a autoridade monetária se apresentam insuficientes, como parece ser o caso brasileiro

32. Na condição de independência, a autoridade monetária, além de dispor de total liberdade no âmbito do manejo dos diferentes instrumentos de política monetária (autonomia operacional), tem a prerrogativa de determinar as metas de política monetária (SADDI, 1997, p. 53).

à luz de alguns casos "exemplares" analisados a seguir. Alguns dos próprios defensores da tese da independência do banco central, no entanto, admitem a necessidade de responsabilização pública dos atos da autoridade monetária, enquanto forma de contrapesar o possível efeito antidemocrático da independência.[33] Não obstante, a responsabilização pública dos atos do banco central, bem como do Executivo e do Legislativo, não requer, necessariamente, a existência de um banco central independente.[34]

4 CASOS "EXEMPLARES" DE EXERCÍCIO DA AUTONOMIA DE FATO DO BCB

Apresentamos nesta seção quatro processos recentes em que se evidencia a capacidade de atuação autônoma do BCB e de imposição, ao Estado e à sociedade, tanto de seus pontos de vista quanto dos custos de sua atuação. Os quatro casos destacados apresentam diferenças relevantes entre si e todos requerem discussão mais aprofundada. Ainda assim, trata-se de situações em que as evidências confirmam as indicações apresentadas neste trabalho.

O primeiro caso é a atuação do BCB como emprestador de última instância diante da ameaça de crise bancária de 1994-1995, com o debilitamento do Banco Econômico e do Banco Nacional, processo que levou à liquidação dos dois bancos e à criação do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Sistema Financeiro Nacional (Proer). Ao longo de vários meses, o BCB agiu à revelia da regulamentação em vigor e mobilizou os bancos comerciais federais para evitar que problemas localizados em alguns grandes bancos pudessem se transformar em ameaça ao conjunto do sistema bancário.

No segundo caso, a análise é a defesa da política cambial em meio ao ataque especulativo dos últimos meses de 1998. Pode-se argumentar que a responsabilidade

33. Ver, por exemplo, o trabalho de Walsh (1995).
34. A dita "versão moderada" de banco central independente proposta por Blinder (1999, p. 72-92), por exemplo, prevê maior abertura e responsabilização da autoridade monetária. O autor concorda, inclusive, com a revogação das decisões do banco central pelo Congresso e demissão por justa causa do presidente do banco central em situações extremas, embora estas últimas não sejam definidas. Mas, conforme visto, o referencial que sustenta a tese de independência do banco central se articula com a ideia de que a autoridade monetária deve ter apenas um único objetivo, a saber, o controle da inflação, preferencialmente mediante a adoção de um regime de metas. Este ponto, contudo, foi pouco explorado por Blinder (1999).

principal deve ser dividida entre o BCB e a Fazenda, mas a demissão apenas do presidente do BCB, em janeiro de 1999, reforça a tese de que a inspiração principal da defesa da política cambial naquele momento veio do BCB.

O terceiro caso é a defesa pelo banco central dos interesses dos bancos e diante da insegurança jurídica, em que o banco central atua como um *think tank* em prol de um segmento da sociedade. O BCB atua no debate público para defender os bancos, apresentados como vítimas de tomadores de crédito mal intencionados, apoiados pela conduta "incorreta" do Judiciário.

O quarto caso envolve outra vez a atuação do BCB como emprestador de última instância, agora nos problemas bancários de 2008, decorrentes da crise internacional. Nesse episódio, o BCB conseguiu uma medida provisória (MP) do Executivo antes mesmo de intervir fortemente no mercado, intervenção essa reconhecida meses depois por um de seus diretores à época, em intrigante entrevista à imprensa.

A escolha de quatro episódios ou eventos se justifica, do ponto de vista metodológico, pela possibilidade que oferecem para ampliar e dar concretude à análise de como efetivamente o BCB exerce sua capacidade de iniciativa e de impor seus pontos de vista sobre outros entes do Estado, além de gerar consensos favoráveis na sociedade ou silêncios em torno de sua ação. Pode-se arguir que episódios ou processos desse tipo não são suficientes para permitir conclusões generalizáveis. Não é esse o objetivo, contudo. Trata-se de destacar casos que evidenciam a ocorrência de comportamentos repetidos e que ilustram a discussão proposta no início do trabalho, com o objetivo inclusive de reforçar a necessidade de ampliar a transparência e o debate sobre a atuação do BCB.

4.1 A AMEAÇA DE CRISE BANCÁRIA DE 1994-1995 E O PROER

Um episódio muito ilustrativo é a prolongada fragilização e quebra do Banco Econômico e do Banco Nacional (CARVALHO; OLIVEIRA, 2002), em 1995, processo que levou à criação do Proer, em novembro, para viabilizar a incorporação da parte "boa" do Nacional pelo Unibanco.

O prolongado esforço do BCB não impediu a quebra do Econômico, não evitou que muitos depositantes sofressem pesadas perdas e comprometeu elevado montante de

recursos públicos. Embora apresentada como instrumento para evitar o uso de dinheiro público para cobrir prejuízos do setor privado, a intervenção realizada em 11 de agoso de 1995 foi apenas o reconhecimento de perdas que já estavam com o setor público.

O BCB conhecia a gravidade dos problemas do Econômico desde pelo menos vários meses antes[35] e optou pela tentativa de encontrar uma saída negociada, com venda ou partilha do seu controle acionário. Uma solução desse tipo poderia evitar perdas para os depositantes e credores do banco e afastaria o receio de turbulências no sistema financeiro, risco ainda mais temido com a eclosão da crise bancária no México e na Argentina, no início de 1995, após a crise cambial mexicana de dezembro anterior. A estratégia adotada pelo BCB foi financiar o Econômico e mantê-lo funcionando até que as negociações chegassem a bom termo. À medida que bancos e depositantes melhor informados se apercebiam da real situação do Econômico e procuravam reduzir de forma rápida e "ordenada" os depósitos e créditos que lhe concediam regularmente, o BCB assumia seu lugar, elevando o comprometimento de seus recursos, ou seja, o comprometimento de recursos públicos.

No início de agosto de 1995, as negociações de grupos empresariais para salvar o banco baiano passaram a ser comentadas diariamente na imprensa, com detalhes sobre a gravidade dos problemas e as dificuldades para se chegar a um acordo. Na quarta-feira, 9 de agosto, enquanto a *Gazeta Mercantil* parava repentinamente de abordar o tema, a *Folha de S. Paulo* (p. 2-8) anunciava: "Venda do Econômico fica sem prazo" e descrevia os impasses nas negociações, reiterando que o mercado já não financiava o banco. Na véspera, a mesma *Folha* afirmara (p. 2-8) que o BCB queria um acordo "ainda esta semana", caso contrário faria a intervenção, mas "sem prejuízo para correntistas e demais clientes".

A iminência da intervenção estava na imprensa dois dias antes de ocorrer, ao lado de declarações oficiosas do BCB de que os depositantes não sofreriam prejuízos. Enquanto isso, os grandes aplicadores empreendiam uma debandada final, financiada de fato pela decisão do BCB de manter o banco em atividade até 11 de agosto. Isso porque, sem conseguir captar recursos e já devendo ao BCB, as ordens de resgate de

35. A fragilidade financeira e patrimonial do Banco Econômico era de conhecimento de todo o mercado financeiro e era fácil de verificar pelos indicadores de desempenho desde anos antes (ver CARVALHO; OLIVEIRA, 2002).

aplicações e os saques de recursos só podiam transformar-se em dinheiro porque o Econômico continuava podendo sacar no próprio BCB.

O expressivo aumento do "rombo" nos últimos dias, portanto, se fez à custa de dinheiro público e à custa dos poupadores e clientes que não fugiram a tempo. O crescimento da dívida a descoberto do banco com o BCB significava cada vez menos recursos disponíveis, após a intervenção, para ressarcir aqueles que não fugiram. Em suma, os prejuízos do setor público e dos pequenos e médios depositantes acabaram sendo muito maiores do que se a intervenção tivesse ocorrido em 1994, ou em meados de 1995, ou poucos dias antes de 11 de agosto.

O processo foi bem descrito pela revista *Veja* (16/8/1995, p. 86), em uma das reportagens publicadas após a quebra e que não foram contestadas pelo BCB ou por qualquer autoridade:

> Durante o ano de 1995, todo o dinheiro que o Econômico captava era menor do que o retirado pelos clientes. Resultado: todos os dias, no final do expediente bancário, o banco ficava no vermelho. Para fechar o caixa no azul, [...] precisava tomar emprestado cerca de 2 bilhões de reais. Seu descrédito na praça era tamanho que, junto à banca privada, não conseguia mais de 80 milhões. A diferença o Econômico conseguia em Brasília. Uma parte obtinha junto à Caixa Econômica Federal, obrigada pelo Banco Central a comparecer quase todo dia. A Caixa emprestou mais de um bilhão de reais nos piores dias. Num dos dias mais tranquilos, 2 de maio, colocou 570 milhões. O resto do dinheiro, o Econômico buscava na linha de redesconto do Banco Central, onde batia diariamente há nove meses. Na quinta-feira passada o Econômico precisou de 3 bilhões de reais e, só para o Banco Central, pediu quase 2 bilhões. Era demais. Foi o sinal de alarme que decidiu a intervenção.

Faltou apenas acrescentar que a fuga em massa de recursos na sexta 11 de agosto, horas antes da intervenção, só foi possível porque o BCB havia emprestado todo o dinheiro ao Econômico na véspera, quando a quebra já era inevitável.

Os detalhes do que ocorreu ficaram um pouco mais claros anos depois, com a divulgação do relatório da Polícia Federal (PF) sobre o caso. Segundo *O Estado de S. Paulo* (31/12/2000, "Econômico mascarou balanço patrimonial"), o banco em crise utilizou recursos da CEF para mascarar o balanço de junho de 1995, operação feita por meio de Certificado de Depósito Interfinanceiro em Reserva (CDI-Reserva), "mecanismo que possibilita à instituição financeira empenhar seus próprios recursos

para garantir pagamento da dívida". O negócio "aparentemente não trouxe prejuízo para a CEF", mas "foi incorporado ao rombo dos cofres públicos, já que o BCB, ao assumir as dívidas do Econômico, também encampou os débitos".

Ainda seguindo o texto do jornal sobre o relatório da PF, o Econômico recebeu créditos de liquidez do BCB durante os primeiros oito meses de 1995 e também recebeu empréstimos interfinanceiros – CDI da CEF, de fevereiro até a quebra, em agosto. Em maio, o financiamento total era de R$ 2 bilhões, metade da CEF, metade do BCB. Em 30 de junho, vencia o empréstimo tomado junto ao BCB (R$ 1,1 bilhão). De acordo com a matéria aludida:

> Nesse mesmo dia seria publicado seu balanço patrimonial. Para o "rombo" não constar do balanço, o Banco Econômico devolveu o dinheiro do BCB e tomou novo empréstimo na Caixa, de modo que ficou devendo R$ 2,15 bilhões à instituição. Isso fez com que o banco não recorresse ao BC para conseguir realizar a "zeragem automática" de suas contas, equilibrando débitos e créditos na sua reserva bancária.

Assim, o balanço do primeiro semestre de 1995 demonstrou que não havia nenhum débito entre o Econômico e o BCB relacionado ao socorro financeiro, "mas três dias depois o Econômico voltou a recorrer ao BCB, recebendo em torno de R$ 1 bilhão de assistência à liquidez". Conclui então o laudo técnico da PF: "Isso demonstra que o aumento do volume de CDIs-Reserva vendidos para a Caixa Econômica Federal, em 30 de junho de 1995, serviu apenas para que o Banco Econômico ocultasse do mercado, durante a publicação de seu balanço, a sua situação de grande devedor do Banco Central".

Pode-se então imaginar o que ocorreu nos últimos dias do Econômico: como seria muito arriscado deixar o dinheiro da CEF no Econômico até o fim e tentar liberá-lo às escondidas depois da intervenção, o BCB teve de orientar a CEF a não renovar os créditos diários ao Econômico nas vésperas ou no dia da intervenção. Com isto, os diretores do Econômico foram de fato avisados, ainda que de forma indireta, de que chegara o momento do desenlace, e "materializou-se" o rombo de mais de R$ 1 bilhão dos últimos dias – apontado curiosamente pelo BCB como o motivo para se decidir pela intervenção.

A continuidade dos créditos da CEF no interbancário assegurava ao mercado financeiro que o Econômico, embora em grave crise, continuava sendo apoiado pelo

BCB. Para os pequenos e médios aplicadores, o financiamento da CEF permitiu que o Econômico operasse de maneira "normal" e reduziu bastante os sinais que poderiam chegar até o grande público, na forma de boatos e rumores, os únicos instrumentos de que a maioria das pessoas e firmas dispõem para decidir o que fazer com seu dinheiro. Esses depositantes estavam sendo privados de informação relevante, à qual os grandes tinham acesso, e estimulados a manter seus recursos no banco.

O reconhecimento explícito da participação da CEF apareceu em conhecido estudo do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) (1997, p. 11), um órgão público, sobre os resultados dos bancos públicos em 1995:

> [...] a CEF foi largamente acionada pelo Governo no sentido de prover recursos aos bancos privados em dificuldades, a fim de impedir que essas instituições pagassem as taxas punitivas cobradas pelo Banco Central nas operações de redesconto. Esses empréstimos cresceram de R$ 550 milhões, em finais de 1994, para R$ 7,3 bilhões em dezembro de 1995.

Os responsáveis pela publicação do estudo do IBGE (1997) possivelmente não perceberam que ofereciam a prova de um procedimento irregular, indício forte de que o tema jamais foi objeto de debate ou questionamento público. Os créditos da CEF ao Econômico em crise violavam as regras de prudência fixadas pelo próprio BCB, pois o montante superava em algumas dezenas de vezes o patrimônio líquido da CEF e o Econômico não oferecia garantias. Irregularidade tão flagrante e tão grande jamais teria sido feita sem aval implícito do BCB, atitude para a qual não existe amparo legal e que é, em geral, proibida na regulamentação dos BCs.

As evidências comprovam que o BCB agiu com enorme desenvoltura e autonomia na crise do Banco Econômico. Passou por cima das normas legais, envolveu bancos públicos, criou situações originais e salvou o sistema bancário privado à custa de ampliar os prejuízos assumidos pelo setor público. Ao final, conseguiu evitar a discussão pública dos problemas, inclusive nas diversas audiências realizadas no Congresso Nacional. O episódio ilustra bem a complexidade do exercício da função de emprestador de última instância e a facilidade com que é possível ocultar o que ocorre nos casos mais graves.

O debate público foi dominado por três enfoques mistificadores e nunca escapou do entrelaçamento entre eles, embora em certa medida os três fossem contraditórios: a contraposição artificial entre "fazer o que se fez" ou não fazer nada; a tese das "falhas de

fiscalização"; e os alegados efeitos das "pressões políticas" que teriam impedido a ação do BCB.

Sob o argumento justificado de que o BCB e o governo não poderiam deixar o banco quebrar simplesmente, criou-se a defesa do que foi feito, sem questionar o mérito do que se fez, nem se havia outras possibilidades de atuação. O bloqueio da discussão impediu que viesse a público o que de fato ocorreu.

Nunca entrou no debate público o desrespeito às normas legais. A legislação vigente na época fixava a exigência de garantias para os créditos do BCB a instituições financeiras: a Resolução nº 1.786, do próprio BCB (fevereiro de 1991), definira duas modalidades possíveis. Os empréstimos de liquidez seriam destinados a solucionar problemas de iliquidez momentânea, com prazo curto e limitados a 15% de certas contas do passivo. Os empréstimos especiais se destinariam a instituições com descasamento de prazos entre passivo e ativo, sem limite de prazo e volume, mas com exigência clara de que a instituição deveria "demonstrar condições de solvabilidade". Nos dois casos, a resolução exigia a apresentação de garantias adequadas.

Nas audiências do ministro da Fazenda e do presidente do BCB no Congresso sobre o Banco Econômico, o Banco Nacional e a criação do Proer, quando indagados sobre a base legal das atitudes adotadas, ambos responderam de forma evasiva e evitaram discutir a norma legal.[36] Foi também impossível colocar na imprensa a discussão sobre a desobediência explícita das normas legais e cobrar das autoridades explicações a respeito.

O segundo instrumento de mistificação foi a tese de que a causa de tudo veio de "erros de fiscalização", resultado de que "o mercado é esperto demais", o BCB "sempre corre atrás", e que "o único jeito é prevenir". A alegação de falhas de fiscalização, adotada depois também no caso do Banco Nacional, nunca foi provada pelo BCB. Sempre foi negado acesso aos documentos da fiscalização, mesmo anos depois do processo de intervenção. O debilitamento do Banco Econômico era um processo antigo e comprovável com os simples dados dos balanços.[37] Além disso, mesmo que

36. Em 28-29 de novembro de 1995 e em 5 de março de 1996, foram ouvidos o ministro da Fazenda, Pedro Malan, e o presidente do BCB, Gustavo Loyola. A transcrição das sessões está na Biblioteca da Câmara dos Deputados.
37. O Banco Econômico estava se debilitando financeiramente de forma preocupante nos anos anteriores ao Plano Real. Ver a respeito Carvalho e Oliveira (2002).

a fiscalização regular não tivesse detectado os problemas, o BCB teve a demonstração prática da gravidade da situação quando os demais bancos cortaram o financiamento no interbancário.

Uma razão alegada por dirigentes do BCB e dos bancos federais, mas apenas em conversas reservadas, é que o procedimento permitiria reduzir o ônus que o acesso ao dinheiro do redesconto acarreta para um banco em crise. Se foi assim, houve subsídio de um banco federal ao banco privado em crise, que deixou de arcar com os custos decorrentes de sua situação. Se o banco em crise estava pagando juros muito altos também à CEF (o que é alegado em defesa da decisão dos seus diretores de realizar o negócio), então a alegação de reduzir o ônus não procede.

Podem ser arguidas duas outras justificativas para a atuação da CEF. Uma é que estavam esgotadas as garantias de que o banco podia oferecer ao BCB e este, para não operar em flagrante irregularidade, utilizou a CEF como braço auxiliar e esta passou a dar crédito sem garantias, protegida por um compromisso do BCB de avisá-la a tempo, caso o banco fosse sofrer intervenção. A outra é que o BCB queria evitar que números muito altos nas estatísticas do redesconto espalhassem a desconfiança no mercado e precipitassem a crise que estava empenhado em evitar.

Nas duas hipóteses, caso tudo terminasse bem, a operação passaria como "indolor" e até lucrativa para todos. Como a saída negociada não se materializou, o esquema revelou-se muito arriscado e acabou sendo fortemente prejudicial ao setor público e aos clientes que não fugiram a tempo. Uma razão básica para isso é que o financiamento do banco público "auxiliar" só poderia ser suspenso se a situação melhorasse para o banco em crise; caso contrário, a saída desse "financiador de penúltima instância" deixaria o banco insolvente e, mais importante, seria um sinal inquestionável de intervenção.

O terceiro instrumento de mistificação é atribuir os problemas na atuação do BCB a "pressões políticas", à "falta de autonomia". Bastante previsível nos debates sobre o tema, o argumento fica bastante enfraquecido com os poucos relatos vindos a público sobre os processos de tomada de decisão no caso. Afinal, os diretores do BCB foram capazes de derrubar o acordo do presidente da República com o senador Antônio Carlos Magalhães dias depois da intervenção. Bastou a ameaça de demissão coletiva dos diretores do BCB para que o Executivo recuasse, conforme admitiu o próprio

presidente do BCB, Gustavo Loyola (*Gazeta Mercantil*, 21/8/1995, p. MEMO1). Isto significa que o BCB dispôs de bastante espaço para fazer valer seus pontos de vista numa questão que ameaçava gravemente as relações do Executivo com um dos seus principais aliados. O episódio comprovou que o BCB pode contrariar com sucesso o Executivo, desde que esteja realmente disposto a fazê-lo.

Além disso, todas as versões apresentadas depois da intervenção atribuem a conduta do BCB no caso do Econômico a opções de sua própria diretoria a partir de preocupações com o plano de estabilização, com o risco de instabilidade no sistema bancário e com o fluxo de recursos externos para o país.

4.2 A DEFESA DA POLÍTICA CAMBIAL EM 1998 E A TRANSFERÊNCIA DOS CUSTOS PARA O TESOURO

A insistência na manutenção do regime cambial no segundo semestre de 1998 implicou custos elevados para o Tesouro Nacional, visto que o BCB ofereceu *hedge* amplamente no mercado para reduzir os riscos de empresas e bancos com elevado endividamento externo. O objetivo era deter a fuga de capitais, iniciada em agosto, na esteira da moratória da Rússia. A venda de títulos públicos indexados ao câmbio transferia para o Tesouro, antecipadamente, os custos de uma possível desvalorização cambial, como de fato acabou ocorrendo em janeiro seguinte.

Cálculos feitos à época estimavam o passivo externo das empresas brasileiras em torno de US$ 90 bilhões. Naquela altura o governo tinha vendido ao mercado cerca de US$ 55 bilhões de títulos públicos com correção cambial, absorvidos por bancos e grandes empresas como *hedge* (CARVALHO, 1999). Nas semanas anteriores à desvalorização, o BCB vendeu aproximadamente US$ 7 bilhões no mercado futuro, por meio do BB. Depois da mudança no câmbio, perdeu quase US$ 2 bilhões no socorro a bancos que haviam quebrado no mercado futuro e que poderiam espalhar seus prejuízos pelo mercado financeiro, o chamado caso Marka-Cindam, em fevereiro (TEIXEIRA, 1999). Em suma, a atuação do BCB implicou a assunção de quase 70% do risco cambial do setor privado antes da desvalorização, e mais um pouco em seguida.

O impacto da desvalorização sobre os títulos de Tesouro Nacional elevou a dívida líquida do setor público (DLSP) de imediato em quase 8% do Produto Interno Bruto (PIB) sobre os níveis do final de 1998. Esse salto seria depois financiado em parte pelo

aumento expressivo do superávit primário, para 3% do PIB, por meio de aumento correspondente da carga tributária, viabilizada por um pacote de medidas adotadas logo em seguida. Em contrapartida, os bancos registraram lucros muito elevados no primeiro semestre do ano, com destaque para bancos internacionais que haviam operado a descoberto com os títulos cambiais do Tesouro, especulando contra a taxa de câmbio defendida pelo BCB.

Pode-se argumentar que essa política não foi de fato do BCB, e sim do conjunto da equipe econômica do governo federal. Contudo, no momento da desvalorização, houve o afastamento apenas do presidente do BCB, Gustavo Franco, enquanto o ministro da Fazenda, Pedro Malan, permaneceu no cargo até o final do governo FHC. As relações entre o BCB e o Ministério da Fazenda na época permanecem como tema de pesquisa em aberto, mas pode-se assumir que a defesa do regime cambial foi de responsabilidade principalmente da diretoria do BCB.

De qualquer modo, como promotor ou como sócio maior da decisão de enfrentar os mercados e manter a política cambial, o BCB expôs o Tesouro Nacional a grandes riscos de perdas no caso de desvalorização do real. As perdas para o setor público teriam sido evitadas se o câmbio fosse desvalorizado logo no início da corrida contra o real, o que imputaria os custos a empresas, bancos e aplicadores externos.

É possível argumentar que foi apenas um erro de política econômica, cometido dentro de um esforço de fazer o que parecia ser melhor para o país. A diretoria do BCB tinha razões para acreditar que poderia derrotar o ataque especulativo nos últimos meses de 1998, a exemplo do que conseguira no final de 1997, na crise da Ásia, e em 1995, depois da desvalorização do peso mexicano. A discussão relevante não é essa, contudo: o problema é a ausência de limites para os riscos que a atuação do BCB impôs ao Tesouro e a ausência de questionamentos sobre as perdas causadas.

Realizado o prejuízo, o posicionamento do BCB não sofreu questionamentos, a não ser em questões ligadas a suspeitas de atuação fraudulenta de alguns bancos no momento da desvalorização. As perdas incorporadas à dívida pública foram ignoradas no debate público, da mesma forma que não se fez um vínculo entre o erro da política cambial e a elevação da carga tributária e do superávit primário, apresentada como indicação de compromisso do governo com a estabilidade fiscal do país.

4.3 A DEFESA UNILATERAL DOS INTERESSES DOS CREDORES "DIANTE DA INSEGURANÇA JURÍDICA"

Pressionado pelos questionamentos recorrentes na sociedade sobre as elevadas margens de ganhos impostas pelos bancos nas operações de crédito, os chamados *spreads*, uma das fontes dos lucros elevados dos bancos, o BCB desenvolve, há cerca de dez anos, intensa campanha pela redução do que é designado por insegurança jurídica. O argumento é que as dificuldades e a morosidade na execução das garantias oferecidas "obrigam" os bancos a impor essa margem elevada, de modo a proteger a rentabilidade média de suas carteiras.

A responsabilidade é imputada ao Judiciário, pois, além da sua lentidão processual e da sua falta de agilidade no atendimento das demandas do credor, ele é acusado de adotar decisões sempre favoráveis ao devedor, por motivos "humanitários", o que estimularia o tomador de crédito a adotar práticas desleais contra o credor. Ou seja, os bancos são vítimas de pessoas e empresas mal intencionadas, estimuladas por juízes que não cumprem as normas legais.

As implicações da chamada insegurança jurídica quanto ao cumprimento dos contratos têm sido objeto de discussão na literatura econômica no que se refere a seus efeitos sobre o custo do crédito. Essa mesma literatura, contudo, não aborda a insegurança jurídica do devedor diante da possibilidade de práticas desleais por parte dos bancos e instituições financeiras (SILVA; YEUNG; CARVALHO, 2010), embora existam referências sistemáticas a atitudes dessa natureza no Brasil. O tomador potencial de crédito está sempre diante do risco de práticas abusivas por parte do credor, diante das quais a proteção é custosa, demorada e com possibilidade de êxito incerto (SILVA, 2006).

Nos seus documentos e em estudos de seu corpo técnico, divulgados publicamente, o devedor é sempre tratado como inadimplente potencial, movido por critérios de má-fé, enquanto o banco é apresentado como vítima indefesa pela falta de proteção jurídica. Nesse esforço, o BCB reclama mudanças na conduta do Poder Judiciário e nas regras processuais da Justiça.

A atuação do BCB nesse tema é inteiramente unilateral, já que, além de posicionar-se de forma clara e exclusiva em defesa dos credores, o BCB sequer menciona a possibilidade de o tomador de crédito estar sujeito a riscos e problemas no relacionamento com os bancos.

Denúncias de abusos de bancos contra seus clientes não são novidade. Há registros na Procuradoria de Proteção e Defesa do Consumidor (Procon) e na própria página do BCB. São números reduzidos, se comparados com o número de clientes dos bancos, mas tampouco as denúncias que o BCB apresenta contra as supostas atitudes desleais dos tomadores de crédito estão embasadas em números robustos. Além disso, há trabalhos que apresentam os tipos de atitudes que os bancos podem tomar contra os clientes, como em Golek (2005), em que são elencadas as modalidades de abusos em temas como venda de produtos "induzida", informações incorretas, má-fé em propostas de negociação "irrecusável" de débitos inflados por cálculos incorretos.

Diversos trabalhos empíricos, ademais, sustentam que os bancos têm grande espaço para tomar atitudes desleais contra os clientes e contam de fato com a proteção da Justiça em boa parte dos casos. Um exemplo é a pesquisa de Ferrão e Ribeiro (2007), comentada na revista *Consultor Jurídico*, de 13/8/2007, sob o título "Justiça tende a favorecer sempre a parte mais forte". A reportagem apresenta a pesquisa em que os dois advogados concluem que o Judiciário favorece o mais forte, e não o mais fraco, pois os juízes "cumprem a determinação da própria lei". De acordo com a reportagem, Ferrão e Ribeiro trabalharam com oito áreas do Direito:

> Depois de analisar 81 decisões e entrevistar 30 desembargadores [...] concluíram que o que condiciona a posição do juiz é antes de tudo o grau de regulamentação da matéria em julgamento. Assim, quanto mais regulamentação há em determinado tema ou setor, maior a chance de o contrato firmado entre as partes ser desconsiderado perante a Justiça. Estão nessa condição, principalmente, as áreas de trabalho, Direito previdenciário, meio ambiente e consumidor. Quando não há tanta regulamentação, as partes são mais livres para firmar contratos e estes, consequentemente, mais respeitados pelos juízes. Aí fica mais evidente a vantagem que o lado mais forte tem. Seja porque os grandes só procuram a Justiça quando sabem que vão ganhar ou porque os pequenos levam tudo para a corte, o fato é que, nas decisões analisadas, concluíram que o contrato que favorece a parte mais forte tem mais chance de ser mantido. Nas áreas mais regulamentadas, a vantagem é menos evidente porque a legislação, que busca proteger o hipossuficiente, tenta, ainda que sem sucesso, equilibrar essa relação. "A regulação tenta, mas não consegue. Ainda quando a norma é feita para proteger o hipossuficiente, ele perde".

Tais problemas são agravados pela enorme assimetria de poder econômico entre o banco e o cliente quando se forma um contencioso. Um tomador de crédito não tem advogados à disposição nem recursos para contratar peritos se a causa evolui no Judiciário, nem tem tempo disponível para se dedicar ao processo, como exposto

em Silva (2006). Não é de estranhar que muitas queixas dos clientes sequer sejam apresentadas.

Os documentos do BCB ignoram todas essas questões e concebem a insegurança jurídica como um problema exclusivamente dos credores, ou seja, dos bancos.

Alguns trechos do documento *Economia Bancária e Crédito: Avaliação de Cinco Anos do Projeto Juros e Spread Bancário* (BCB, 2004, p. 35-36) são reveladores. Depois de afirmar de início que o "ambiente institucional e jurídico brasileiro é pouco favorável ao crédito e, principalmente, aos credores", o documento não menciona qualquer problema que esse "ambiente" possa causar aos devedores. Toda a carga é contra os devedores.

Referindo-se à Lei nº 10.931 no caso de financiamento de imóveis, na qual se estabeleceu que o devedor fica obrigado a pagar as obrigações do contrato que não estejam sob questionamento na Justiça, o documento sugere que esse princípio seja estendido a todos os contratos,

> Já que se observa com muita frequência a utilização, por parte dos devedores, das ineficiências e demoras dos processos judiciais com o objetivo único de adiar o pagamento de suas obrigações. Uma das formas mais usuais é questionar aspectos menores relacionados à cobrança dos encargos financeiros devidos. [...] Alguns juízes entendem ser adequado desconsiderar o estabelecido na letra da lei ou nos contratos, alinhando-se com a parte mais fraca da disputa, usualmente o devedor, contra a parte mais forte, o credor, com o intuito de promover justiça social (p. 35).

Em seguida, a reforma da Lei de Falências recebe diversos elogios, pelo:

> [...] aumento da governança exercida pelos credores sobre os processos de insolvência, em função da revisão das regras de prioridades de pagamentos na falência, inclusive a limitação dos créditos trabalhistas, e a criação e valorização das instâncias de representação (comitê de assembléia) dos credores na falência e na recuperação judicial (p. 36).

Esses trechos evidenciam o posicionamento unilateral assumido pelo BCB no tratamento da questão da insegurança jurídica como fator de inibição e de encarecimento do crédito no Brasil. Em nenhum momento é levada em conta a insegurança jurídica do tomador de crédito diante dos bancos, nem é questionado o custo de atitudes de

má-fé por parte dos bancos, inclusive em termos de inibição da demanda de crédito dos tomadores de menor risco.

4.4 A DEFESA DOS BANCOS NA CRISE DE SETEMBRO-OUTUBRO DE 2008

Depois dos problemas ligados ao Proer e à intervenção do BCB na crise cambial, em janeiro e fevereiro de 1999, em especial as controvérsias sobre o caso Marka-Cindam, a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101) de 4 de maio de 2000, retomou a normatização dos empréstimos do BCB a bancos. Pelo texto da lei, no Artigo 28, ficava proibida a utilização de "recursos públicos" para socorrer instituições do sistema financeiro nacional, podendo o BCB operar apenas na forma de redesconto e de empréstimos com prazo inferior a 360 dias.

Entendeu-se do texto que o BCB estava proibido de operar como emprestador de última instância, a não ser no caso de instituições solventes, capazes de oferecer títulos públicos como garantia de empréstimos do BCB. Contudo, já no início da sua redação, o Artigo 28 estabelecia a ressalva de que a vedação deveria ser observada "salvo mediante lei específica". As preocupações manifestadas por alguns com um possível engessamento da capacidade de intervenção do BCB em uma situação de crise foram rapidamente desfeitas nos episódios de setembro-outubro de 2008, na esteira da onda de choque provocada pela quebra do banco Lehman Brothers dos Estados Unidos.

Como se sabe, a onda de aversão ao risco nos mercados mundiais provocou forte valorização do dólar, amplificada no Brasil pelos rumores de dificuldades de bancos médios e pequenos, de um grande banco e de muitas empresas exportadoras que haviam realizado operações de proteção de grande risco no caso de forte desvalorização do real (OLIVEIRA, 2009; FREITAS, 2009; FARHI; BORGHI, 2009). O câmbio saltou de R$ 1,70 por dólar para quase R$ 2,50 em prazo curto, o que de fato quebrou algumas dessas empresas e precipitou uma enorme fuga de depositantes no interbancário em relação a esses bancos de porte pequeno e médio.

A reação do governo foi imediata. Em 6 de outubro foi editada a MP nº 442, facultando ao CMN "estabelecer critérios e condições especiais de avaliação e de aceitação de ativos recebidos pelo Banco Central do Brasil em operações de redesconto [...] ou em garantia de operações de empréstimo em moeda estrangeira".

Como costuma ocorrer em textos dessa ordem, não foram oferecidos parâmetros para limitar essa faculdade, em especial no que se refere ao preço de aceitação dessas garantias. Sem essa limitação de preço e da natureza das garantias, o BCB ficava autorizado a agir da forma que lhe parecesse mais adequada, inclusive porque o mesmo artigo, no item II, autorizava o BCB a aceitar, "em caráter complementar às garantias oferecidas nas operações, garantia real ou fidejussória outorgada por acionista controlador, por empresa coligada ou por instituição financeira".

A MP foi transformada na Lei nº 11.882, de 23/12/2008, e seu verdadeiro alcance só veio a ser percebido com a rumorosa entrevista concedida pelo então diretor de Política Monetária do BCB, Mario Torós, ao jornal *Valor Econômico*, um ano depois, em 13/11/2009. A expressão "jogamos dinheiro de helicóptero para combater a crise de liquidez" é forte o suficiente para evidenciar que o BCB ofereceu liquidez ao mercado segundo a lógica do que era ou pareceu necessário para estancar a desconfiança. Na entrevista, o então diretor do BCB não deu detalhes sobre datas e montantes operados, nem sobre as garantias oferecidas, sua natureza ou o preço com que foram aceitas pelo BCB. É correto supor que as operações foram iniciadas antes da edição da MP nº 442, em 6 de outubro, e que esta teria sido editada de fato para oferecer amparo legal às iniciativas já em curso.

Sempre segundo Torós: "Ficávamos todos dentro da sala, em volta do computador, até decidir qual medida teria exatamente o efeito desejado". Decidido o volume de dinheiro a liberar, entraram em cena dois diretores de carreira do BCB – Antônio Gustavo Matos do Vale (liquidações) e Anthero de Moraes Meirelles (administração) – para ajudar a transformar as decisões em circulares e resoluções. "Não sei fazer isso. A participação desses diretores foi fundamental", afirmou Torós.

Sobre a data de início, o diretor informou que "a choradeira" das empresas e dos bancos teria começado apenas dois dias depois da quebra do Lehman, em 16 ou 17 de setembro, portanto. O texto da matéria do jornal *Valor Econômico* é esclarecedor:

> A choradeira não demorou a começar. Apenas dois dias depois da quebra do Lehman, a caixa de e-mails do diretor de política monetária do BC ficou abarrotada de mensagens de diretores de grandes empresas e de operadores de bancos, com súplicas de intervenção da autoridade no mercado para reduzir as perdas que suas empresas estavam prestes a sofrer. As mensagens tinham um tom dramático. Num desses e-mails, com data de 17 de setembro de 2008, o diretor financeiro

de uma grande companhia exportadora deu informações úteis ao Banco Central. Revelou que as empresas haviam utilizado instrumentos tradicionais na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) para se proteger da apreciação cambial.

O autor da mensagem teria alardeado haver risco de "disrupção", de modo a pressionar o BCB a vender dólares, apontando os resgates de Certificados de Depósito Bancário (CDB) de bancos pequenos e médios pelas empresas sob ameaça de perdas nos derivativos, o que deixava esses bancos sob grande ameaça de uma crise de liquidez. Mensagens desse tipo continuaram a chegar, mas Torós declarou ter "resistido às pressões", alegando que o câmbio era flutuante "e o BC não faria intervenções naquele momento, antes de saber a dimensão da crise". Nada foi dito, portanto, sobre a data em que o dinheiro foi introduzido no mercado em grandes quantidades, "de helicóptero", nem que motivos teriam levado a diretoria do BCB a fazê-lo, já que nos primeiros dias a decisão teria sido de resistir e aguardar.

A entrevista contém também diversos detalhes sobre a comunicação direta de diretores de bancos e de grandes empresas com os diretores do BCB e sobre o clima em que as questões foram analisadas e as decisões por fim adotadas.

Pouco se sabe a essa altura sobre o que de fato ocorreu, inclusive por ter se formado um amplo consenso entre o BCB, o governo e as lideranças de bancos e empresas em torno da tese de que o Brasil não foi afetado pela crise por ter um sistema bancário "sólido", bem regulado e fortalecido pelo Proer. As declarações de Torós colocam essas afirmativas sob grande dúvida, inclusive por não terem sido desmentidas.

As declarações do diretor confirmam a capacidade do BCB de agir por sua própria iniciativa, independente das restrições legais existentes, como em 1995. Mostram também a capacidade de criar em seguida não apenas um consenso político em torno de suas iniciativas, mas também as normatizações legais que amparam *ex post* as medidas adotadas seguindo seu arbítrio e sua própria avaliação sobre a situação a enfrentar. Nos dois casos, a quantidade de dinheiro colocado no mercado foi decidida em cima do que se entendia ser a demanda, sem prestação de contas sobre quantidades e condições em que isso foi feito.

5 NOTAS FINAIS

O artigo discutiu, à luz da tese da independência do banco central e do processo de formação da autoridade monetária brasileira, a autonomia desfrutada pelo BCB "de facto" dentro do Estado e frente à sociedade civil. Pôde-se verificar que embora não seja atualmente independente, no sentido de não dispor da prerrogativa exclusiva de estabelecer metas para a condução da política monetária, o BCB atua como se dispusesse de plena autonomia jurídica.

Diversos episódios, alguns dos quais apresentados no artigo, revelam a capacidade de o BCB exercer as suas diferentes atribuições sem a devida transparência, prestação de contas e responsabilização pública dos atos de seus dirigentes. Sujeito a pressões diversas, conforme revelado pela intrigante entrevista recente concedida pelo então diretor de política monetária do BCB, as relações da autoridade monetária brasileira com o Estado e a sociedade civil se apresentam escusas, constituindo uma deficiência do processo democrático brasileiro, particularmente no que se refere ao controle sobre as ações do BCB.

A instituição do regime de metas para a inflação implicou avanços importantes na esfera da transparência das ações do BCB no âmbito estrito da política monetária, mas não viabilizou uma tessitura institucional capaz de permitir à sociedade civil o completo conhecimento de suas ações resultantes do exercício de suas mais diferentes atribuições. Intervenções realizadas e capazes de implicar ônus orçamentário significativo se tornam de conhecimento público de forma apenas parcial e a partir de canais não institucionalizados, com o Poder Legislativo cumprindo papel tímido e assessório no que diz respeito às ações do BCB.

Estudos que avancem nessa discussão e busquem vislumbrar iniciativas e medidas para o fortalecimento da democracia brasileira, particularmente no âmbito do controle da sociedade sobre o BCB, mostram-se altamente necessários para viabilizar a constituição de um sistema efetivo de prestação de contas e de responsabilização pública dos atos dos dirigentes do BCB, tornando transparentes as ações da instituição e fortalecendo a democracia brasileira.

REFERÊNCIAS

ARESTIS, P.; SAWYER, M. New consensus macroeconomics and inflation targeting: Keynesian critique. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 17, p. 629-653, dez. 2008 (Número especial).

BATALLA, J. O. *Los bancos centrales en América Latina*: sus antecedentes históricos. Buenos Aires: Editorial Sudamericana, 1994.

BCB. Banco Central do Brasil. *Economia bancária e crédito*: avaliação de cinco anos do Projeto Juros e *Spread* Bancário, dez. 2004. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>.

_____. *Funções do Banco Central do Brasil*. Brasília: BCB, 2009.

BLINDER, A. *Bancos centrais*: teoria e prática. São Paulo: Editora 34, 1999.

BULHÕES, O. G. de. *Depoimento*: memória do Banco Central. Programa de História Oral do CPDOC/FGV. Brasília: BCB, 1990.

CARVALHO, C. E. Ocultamento e mistificação nas relações do Banco Central com os bancos: notas sobre a experiência brasileira. *Política e Sociedade*, Florianópolis, v. 1, n. 6, p. 195-220, 2005.

_____. A economia brasileira depois da desvalorização: muitas surpresas. *Cadernos do Centro de Estudos e Ação Social – CEAS*, Salvador, n. 183, p. 11-21, set./out. 1999.

_____.; OLIVEIRA, G. C. de. Fragilização de grandes bancos no início do Plano Real. *Nova Economia*, Belo Horizonte, v. 12, n. 1, p. 69-84, jan./jun. 2002.

CARVALHO, F. C. de. Independência do Banco Central e disciplina monetária. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 14, n. 4(60), p. 134-141, out./dez. 1995.

_____. The independence of Central Bank: a critical assessment of the arguments. *Journal of the Post Keynesian Economics*, v. 18, n. 2, p. 159-175, Winter 1995-1996.

_____. *Economia monetária e financeira*: teoria e política. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

CARVALHO, F. C. de *et al*. *Mr. Keynes and the post keynesians*: principles of macroeconomics for a monetary production economy. England: Edward Elgar, 1992.

CODATO, A. N. *Sistema estatal e política econômica no Brasil pós-64*. São Paulo: Editora Hucitec, 1997.

CORAZZA, G. O Banco Central do Brasil: evolução histórica e institucional. *Brasil: Perspectiva Econômica*, v. 2, n. 1, jan./jun. 2006.

CUKIERMAN, A. *Bank Central strategy, credibility and independence*: theory and evidence. Boston: MIT Press, 1994. First edition 1992.

_____.; WEBB, S.; NEYAPATI, B. Measuring the independence of Central Banks and its effects on policy outcomes. *The World Bank Economic Review*, v. 6, n. 3, p. 353-398, Sept. 1992.

CRUZ JÚNIOR, A. F. da; MATIAS-PEREIRA, J. Análise do arcabouço legal do controle congressual sobre o Banco Central do Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 11, n. 1, p. 53-73, jan./mar. 2007.

DAVIDSON, P. *Controversies in post keynesian economics*. Vermont, USA: Edward Elgar Publishing Company, 1991. 129p.

DEOS, S. de; ANDRADE, R. P. de. Metas inflação: lições da era Greenspan. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 29, n. 3, jul./set. 2009.

EICHENGREEN, B. *A globalização do capital*: uma história do sistema monetário internacional. São Paulo: Ed. 34, 2000.

FARHI, M.; BORGHI, R. A. Z. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. *Estudos Avançados*, São Paulo, v. 23, n. 66, p. 169-188, 2009.

FERRÃO, B. L. M.; RIBEIRO, I. C. Os juízes brasileiros favorecem a parte mais fraca? *In*: TEIXEIRA, E. C.; BRAGA, M. J. (Ed.). *Instituições e desenvolvimento econômico*. Viçosa, Universidade Federal de Viçosa – UFV, Departamento de Economia, 2007, p. 245-281.

FERRARI-FILHO, F. Keynesianos, monetaristas, novos-clássicos e novos-keynesianos: uma leitura pós-keynesiana. *In*: LIMA, G. T.; SICSÚ, J. (Org.). *Macroeconomia do emprego e da renda*: Keynes e o keynesianismo. Barueri/SP: Manole, 2003, p. 273-298.

FREITAS, M. C. P. de. A evolução dos Bancos Centrais e seus desafios no contexto da globalização financeira. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 30, n. 3, p. 397-417, jul./set. 2000.

_____. Banco Central independente e coordenação das políticas macroeconômicas: lições para o Brasil. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 15, n. 2 (27), p. 269-293, ago. 2006.

_____. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. *Estudos Avançados*, São Paulo, v. 23, n. 66, p. 125-145, 2009.

GALBRAITH, J. K. *A crise econômica de 1929*: anatomia de uma catástrofe financeira. Lisboa: Dom Quixote, 1972.

GALVÊAS, E. *Ernane Galvêas I (depoimento, 1989)*. Rio de Janeiro: CPDOC/Banco Central do Brasil, 1990.

GOLEK, N. B. M. Os usos e abusos das instituições de crédito. *Jornal dos Economistas,* Rio de Janeiro: Corecon/RJ e Sindecon/RJ, p. 12-13, 2005.

GONTIJO, C. Notas críticas sobre a macroeconomia novo-keynesiana. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 29, n. 2 (114), p. 285-301, abr./jun. 2009.

IBGE. *Sistema financeiro*: uma análise a partir das contas nacionais 1990-1995. Rio de Janeiro: IBGE, 1997.

KEYNES, J. M. A teoria geral do emprego (1937). *In*: SZMRECSANYI, T. *John Maynard Keynes*: economia. São Paulo: Ática, 1984, p. 167-179.

_____. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. 3. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985. (Os economistas). Publicado originalmente em 1936.

KREGEL, J. Margins of safety and weight of the argument in generating financial fragility. *Journal of Economic Issues*, Nebraska, v. XXXI, n. 2, June 1997.

LAGO, P. A. C. do. *A SUMOC como embrião do Banco Central*: sua influência na condução da política econômica, 1964/1965. 1982. Tese (Doutorado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1982.

LE HERON, E. A new consensus on monetary policy? *Brazilian Journal of Political Economy*, Rio de Janeiro, v. 23. n. 4 (92), out./dez. 2003.

LIMA, L. A. O. Metas inflacionárias: a análise convencional e um modelo alternativo. *Revista de Economia Política*, v. 28, n. 2 (110), p. 187-206, abr./jun. 2008

MAGALHÃES, A. F. R. *Os Bancos Centrais e sua função reguladora da moeda e do crédito*. Rio de Janeiro: A Casa do Livro, 1971.

MAZZUCCHELLI, F. *Os anos de chumbo*: economia e política internacional no entreguerras. São Paulo: UNESP, 2009, p. 51-70.

MENDONÇA, H. F. A teoria da independência do Banco Central: uma interpretação crítica. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 30, n. 1, p. 101-127, jan./mar. 2000.

_____. *Independência do Banco Central, âncoras nominais e coordenação de políticas*: uma análise de diversos mecanismos de estabilização. 2001. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2001.

_____. Independência do Banco Central e coordenação de políticas: vantagens e desvantagens de duas estruturas para estabilização. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 23, n. 1 (89), p. 109-120, jan./mar. 2003.

MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

MOLLO, M. L. R. Ortodoxia e heterodoxia monetárias: a questão da neutralidade da moeda. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 24, n. 3, jul./set. 2004.

MONTES, G. C. *Reputação, credibilidade e transparência da autoridade monetária*: a eficácia da política monetária sob a hipótese da não-neutralidade da moeda. 2007. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia da Universidade Federal Fluminense, Niterói/RJ, 2007.

MORAIS, L. A evolução institucional do Banco Central e as mudanças de política monetária no Brasil no período 1964-1998. *Política e Sociedade*, Florianópolis, v. 4, n. 6, p. 195-220, 2005.

NOVELLI, J. M. N. *Instituições, política e ideias econômicas*: o caso do Banco Central do Brasil (1965-1998). São Paulo: Annablume, FAPESP, 2001.

NUNES FERREIRA, A. *Teoria macroeconômica e fundamentos microeconômicos*. 2003. 134 f. Tese (Doutorado) – Universidade de Campinas, Campinas, São Paulo, 2003.

OLIVEIRA, G. C. de. O comportamento do crédito e a reação do Banco Central e do sistema financeiro público e privado aos efeitos da crise internacional. *In*: Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2. *Anais* ... Porto Alegre: UFRGS, 2009.

_____.; DAMASCENO, A. Sete anos de inflation targeting no Brasil: balanço e aperfeiçoamentos necessários. *Bahia Análise & Dados*, v. 16, p. 569-583, 2007.

OLIVIERI, C. Política, burocracia e redes sociais: as nomeações para o alto escalão do Banco Central do Brasil. *Revista de Sociologia e Política*, Curitiba, v. 29, p. 147-168, 2007.

PRATES, D. M. *Crise financeira dos países "emergentes"*: uma interpretação heterodoxa. 2002. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas, 2002.

RIBEIRO, C. A. *Casimiro Ribeiro II (depoimento, 1989)*. Rio de Janeiro: CPDOC/Banco Central do Brasil, 1990.

RIGOLON, F. Independência do Banco Central: teoria e implicações para o Brasil. *Ensaios BNDES*, Rio de Janeiro, n. 3, abr. 1997.

ROGOFF, K. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *The Quarterly Journal of Economics*, Nov. 1985.

SADDI, J. *O poder e o cofre*: repensando o Banco Central. São Paulo: Textonovo, 1997.

SANTOS, F. G. M. *O poder legislativo no presidencialismo de coalizão*. Belo Horizonte: UFMG; Rio de Janeiro: IUPERJ, 2003. p. 175-204.

SICSÚ, J. Keynes e os novos-keynesianos. *Revista de Economia Política*, v. 19, n. 2, p. 84-102, 1999

SILVA, A. L.; YEUNG, L. L. T.; CARVALHO, C. E. *Insegurança jurídica do devedor*: seleção adversa e custo do crédito no Brasil. São Paulo, 2010, p. 21. Mimeografado.

SILVA, D. L. *O procedimento judicial e o custo do dinheiro para pessoas jurídicas no mercado de crédito bancário no Brasil (1994-2004)*. 2006. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2006.

TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, n. 39, 1993.

TEIXEIRA, M. A. O caso Marka e FonteCindam. *Resenha BM&F*, São Paulo, n. 131, 1999.

VERÇOSA, H. M. D. *Bancos Centrais no direito comparado*: o Sistema Financeiro Nacional e o Banco Central do Brasil – o regime vigente e as propostas de reformulação. São Paulo: Malheiros, 2005.

WALSH, C. Optimal contracts for Central Bankers. *The American Economic Review*, v. 85, n.1, Mar. 1995.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2010

EDITORIAL

Coordenação
Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão
Andrea Bossle de Abreu

Revisão
Eliezer Moreira
Elisabete de Carvalho Soares
Fabiana da Silva Matos
Gilson Baptista Soares
Lucia Duarte Moreira
Míriam Nunes da Fonseca

Editoração
Roberto das Chagas Campos
Aeromilson Mesquita
Camila Guimarães Simas
Carlos Henrique Santos Vianna
Maria Hosana Carneiro Cunha

Capa
Luís Cláudio Cardoso da Silva

Projeto Gráfico
Renato Rodrigues Bueno

Livraria do Ipea

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo.
70076-900 – Brasília – DF
Fone: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br
Tiragem: 500 exemplares

PUBLICAÇÕES DO IPEA (TEXTOS) (2009/2010)

TEXTO PARA DISCUSSÃO – TD

Nº 1369 – **Uma Experiência de Desenvolvimento Metodológico para Avaliação de Programas: o modelo lógico do programa segundo tempo,** Helder Ferreira, Martha Cassiolato, Roberto Gonzalez, Brasília, janeiro de 2009, 44 p.

Nº 1370 – **Brasil e OCDE: avaliação da eficiência em sistemas de saúde,** Alexandre Marinho, Simone de Souza Cardoso e Vivian Vicente de Almeida, Rio de Janeiro, janeiro de 2009, 65 p.

Nº 1371 – **Cuidados de Longa Duração para Idosos: um novo risco para os sistemas de seguridade social**, Maria Tereza de M. Pasinato e George E. M. Kornis, Rio de Janeiro, janeiro de 2009, 24 p. (Série seguridade social).

Nº 1372 – **Pobres, Pobreza e Cidadania: os desafios recentes da proteção social**, Luciana Jaccoud, Rio de Janeiro, janeiro de 2009, 26 p. (Série seguridade social).

Nº 1373 – **Alguns Desafios ao Desenvolvimento do Brasil,** Ronaldo Coutinho Garcia, Brasília, janeiro de 2009, 50 p.

Nº 1374 – **Determinantes Principais de Inovação na Indústria Brasileira: uma análise preliminar,** Luiz Dias Bahia, Rio de Janeiro 2009, 26 p.

Nº 1375 – **Biotecnologia: perfil dos grupos de pesquisa no Brasil**, Marco Aurélio Alves de Mendonça e Rogério Edivaldo Freitas, Rio de Janeiro, fevereiro de 2009, 23p.

Nº 1376 – **A Constituição de um Modelo de Atenção à Saúde Universal: uma promessa não cumprida pelo SUS?**, Carlos Octávio Ocké-Reis, Rio de Janeiro, fevereiro de 2009, 22 p. (Série seguridade social).

Nº 1377 – **Avaliando os Efeitos da Política Fiscal no Brasil: resultados de um procedimento de identificação agnóstica**, Mário Jorge Mendonça, Luis Alberto Medrano, Adolfo Sachsida, Rio de Janeiro, fevereiro de 2009, 23 p.

Nº 1378 – **Participação Social e as Conferências Nacionais de Políticas Públicas: reflexões sobre os avanços e desafios no período 2003-2006**, Enid Rocha Andrade da Silva, Rio de Janeiro, fevereiro de 2009, 36 p.

Nº 1379 – **Uma Análise da Transmissão da Política Monetária e o Canal da Dívida Pública com Aplicação aos Dados Brasileiros,** Manoel Carlos de Castro Pires, Joaquim Pinto de Andrade Rio de Janeiro, fevereiro de 2009, 29 p.

Nº 1380 – **Hipoteca Reversa,** Marcelo Abi-Ramia Caetano, Daniel da Mata Rio de Janeiro, fevereiro de 2009, 27 p.

Nº 1381 – **Metodologias para Estabelecer a Linha de Pobreza: objetivas, subjetivas, relativas, multidimensionais**, Sergei Suarez Dillon Soares, Rio de Janeiro, fevereiro de 2009, 49 p.

Nº 1382 – ***Antidumping* nas Américas: uma investigação dos efeitos do uso desse instrumento sobre as exportações e sobre a conduta das empresas brasileiras**, Marta dos Reis Castilho, Brasília, fevereiro de 2009, 50 p.

Nº 1383 – **Acordos do Mercosul com Terceiros Países**, Edson Peterli Guimarães e Rodrigo M. Zeidan, Brasília, fevereiro de 2009, 57 p.

Nº 1384 – **O Financiamento Externo no Ciclo Recente da Economia Brasileira**, Ricardo P. Câmara Leal, André L. Carvalhal da Silva, Brasília, fevereiro de 2009, 57 p.

Nº 1385 – **Os Incentivos às Exportações Brasileiras: 1990 a 2004**, Heloiza Camargos Moreira e Marcos Panariello, Brasília, fevereiro de 2009, 193 p.

Nº 1386 – **Defesa da Concorrência no Brasil: aspectos institucionais, desempenho recente e perspectivas de reforma**, Lucia Helena Salgado, Brasília, fevereiro de 2009, 26 p.

Nº 1387 – **Rumo a um Novo Marco Regulatório para o Gás Natural,** Lúcia Helena Salgado, Brasília, fevereiro de 2009, 16 p.

Nº 1388 – **Caos Aéreo e Tragédia dos Comuns: falhas de mercado e de governo,** Lucia Helena Salgado, Brasília, fevereiro de 2009, 19 p.

Nº 1389 – **A Situação dos Transplantes de Órgãos no Brasil**, Alexandre Marinho, Brasília, fevereiro de 2009, 15 p.

Nº 1390 – **A Economia das Filas no Sistema Único de Saúde (SUS) Brasileiro,** Alexandre Marinho, Brasília, fevereiro de 2009, 16 p.

Nº 1391 – **Saúde no Brasil: algumas questões sobre o Sistema Único de Saúde (SUS),** Sérgio Francisco Piola (Org.), Solon Magalhães Vianna (Org.), Alexandre Marinho, Déa Carvalho, José Aparecido Ribeiro, Joelmir Rodrigues da Silva, Luciana Mendes Servo, Roberto Passos Nogueira, Brasília, fevereiro de 2009, 83 p.

Nº 1392 – **A Reforma Orçamentária e a Eficiência Fiscal,** Fernando Rezende, Brasília, fevereiro de 2009, 34 p.

Nº 1393 – **Estado e Economia: Estado e crescimento econômico no Brasil**, Regis Bonelli, Brasília, fevereiro de 2009, 75 p.

Nº 1394 – **Avaliação da Eficiência Técnica dos Países nos Jogos Olímpicos de Pequim – 2008,** Alexandre Marinho, Simone de Souza Cardoso e Vivian Vicente de Almeida, Rio de Janeiro, fevereiro de 2009, 39 p.

Nº 1395 – **Mobilidade Pendular: uma proposta teórico-metodológica,** Rafael Henrique Moraes Pereira, Verónica Herrero, Rio de Janeiro, março 2009, 26 p.

Nº 1396 – **Focalização e Cobertura do Programa Bolsa Família: qual o significado dos 11 milhões de famílias?** Sergei Soares, Rafael Perez Ribas, Fábio Veras Soares. Rio de Janeiro, março de 2009, 41 p.

Nº 1397 – **O Impacto da Renda Domiciliar Sobre a Saúde Infantil no Brasil,** Maurício Reis, Anna Crespo, Rio de Janeiro, março de 2009, 22 p.

Nº 1398 – **O Mercado de Trabalho Rural: evolução recente, composição da renda e dimensão regional,** Bernardo Campolina, Fernando Gaiger Silveira, Luis Carlos G. de Magalhães, Rio de Janeiro, março de 2009, 28 p.

Nº 1399 – **Evolução da Ocupação no Sistema de Segurança no Brasil: uma perspectiva comparativa entre os setores público e privado,** André Gambier Campos, Rio de Janeiro, março de 2009, 63 p.

Nº 1400 – **Impactos de Políticas de Desoneração do Setor Produtivo: uma avaliação a partir de um modelo de gerações superpostas**, Napoleão Luiz Costa da Silva, Marco Antônio Freitas Hollanda Cavalcanti, Rio de Janeiro, março de 2009, 31 p.

Nº 1401 – **Aplicação de Funções de Distância para o Cálculo de Índices de Bem-Estar e a Evolução do Índice de Desenvolvimento Humano (IDH) para os Estados Brasileiros,** Marcus Vinícius Magalhães de Lima e Rogério Boueri, Rio de Janeiro, abril de 2009, 71 p.

Nº 1402 – **Os Idosos em Situação de Dependência e a Proteção Social no Brasil**, Analia Soria Batista, Luciana Jaccoud, Lusenir Aquino e Patrícia Dario El-Moor, Brasília, abril de 2009, 66 p. (Série seguridade social).

Nº 1403 – **Proteção das Pessoas Idosas Dependentes: análise comparativa da experiência internacional**, Analia Soria Batista, Luciana Jaccoud, Lusenir Aquino e Patrícia Dario El-Moor, Brasília, abril de 2009, 33 p. (Série seguridade social).

Nº 1404 – **Sobreapreciação Cambial no Brasil: estimativa, causas e consequências (1994-2008)**, Eliane Cristina de Araujo e Marcos Vinicius Chiliatto Leite, Brasília, abril de 2009, 30 p.

Nº 1405 – **Projeções de Longo Prazo para o Regime Geral de Previdência Social – O Debate no Fórum Nacional de Previdência Social**, Helmut Schwarzer, Eduardo da Silva Pereira e Luis Henrique Paiva, Rio de Janeiro, junho de 2009, 28 p. (Série seguridade social).

Nº 1406 – **A Evolução da Segregação por Qualificação Profissional ao Nível das Firmas**, Luiz Dias Bahia, Danilo Coelho, Alexandre Messa Silva e Sergei Soares Rio de Janeiro, junho de 2009, 20 p.

Nº 1407 – **Novos Aspectos da Regulação do Trabalho no Brasil. Qual o Papel do Estado?** André Gambier Campos, Brasília, junho de 2009, 42 p.

Nº 1408 – **Portos Brasileiros 2009: *ranking*, área de influência, porte e valor agregado médio dos produtos movimentados**, Carlos Alvares da Silva Campos Neto, Bolívar Pêgo Filho, Alfredo Eric Romminger e Iansã Melo Ferreira, Rio de Janeiro, junho de 2009, 68 p.

Nº 1409 – **Avaliando a Condição da Política Fiscal no Brasil**, Mário Jorge Mendonça, Luis Alberto Medrano, e Adolfo Sachsida, Rio de Janeiro, junho de 2009, 27 p.

Nº 1410 – **Perfil do Migrante Brasileiro**, Adolfo Sachsida, Paulo Furtado de Castro, Mario Jorge Cardoso de Mendonça, e Pedro H. Albuquerque, Rio de Janeiro, julho de 2009, 39 p.

Nº 1411 – **Mudança do Conceito de Família do Benefício de Prestação Continuada**, Marcelo Medeiros, Fábio Henrique Granja e Melchior Sawaya Neto, Rio de Janeiro, julho de 2009, 17 p.

Nº 1412 – **Sobre Maldições e Bênçãos: é possível gerir recursos naturais de forma sustentável? Uma análise sobre os *royalties* e as compensações financeiras no Brasil**, Bruno de Oliveira Cruz e Márcio Bruno Ribeiro, Rio de Janeiro, julho de 2009, 40 p.

Nº 1413 – **Alemanha: mitos, fatos e desafios para o século XXI**, Licio da Costa Raimundo, Rio de Janeiro, julho de 2009, 30 p.

Nº 1414 – **Sobre as Utilidades do Cadastro Único**, Ricardo Paes de Barros, Mirela de Carvalho e Rosane Mendonça, Rio de Janeiro, agosto de 2009, 32 p.

Nº 1415 – **O Tamanho do Setor Público no Contexto do Federalismo: um modelo aplicado aos municípios brasileiros**, Roberta da Silva Vieira, Rio de Janeiro, agosto de 2009, 39 p.

Nº 1416 – **A Distribuição das Transferências, Público-Alvo e Cobertura do Benefício de Prestação Continuada (BPC)**, Marcelo Medeiros, Melchior Sawaya Neto e Fábio Henrique Granja, Rio de Janeiro, agosto de 2009, 21 p.

Nº 1417 – **Aspectos Distributivos do IPTU e do Patrimônio Imobiliário das Famílias Brasileiras**, Pedro Humberto Bruno de Carvalho Jr., Rio de Janeiro, agosto de 2009, 50 p.

Nº 1417a – **Distributive Aspects of Real Estate Property and its Taxation Among Brazilian Families**, Pedro Humberto Bruno de Carvalho Jr, Rio de Janeiro, agosto de 2009, 50 p.

Nº 1418 – **Uma Política de Investimentos Defensiva para o Resultado Operacional de Hospitais Públicos na Presença de Filas e de Desigualdades de Acesso a Hospitais Privados**, Alexandre Marinho, Simone de Souza Cardoso e Vivian Vicente de Almeida, Rio de Janeiro, agosto de 2009, 47 p.

Nº 1419 – **Mudanças Institucionais e a Lógica de Expansão da Grande Empresa**, Luciana Acioly, Rio de Janeiro, agosto de 2009, 41p.

Nº 1420 – **Entre o Trabalho e a Garantia de Renda: a trajetória recente da proteção social no Canadá**, Luciana Jaccoud, Rio de Janeiro, setembro de 2009, 60p.

Nº 1421 – **Sobre a Redução das Matrículas no Ensino Médio Regular**, Paulo Roberto Corbucci, Brasília, setembro de 2009, 22p.

Nº 1422 – **O Impacto da Política Fiscal nos *Spreads* Soberanos: a austeridade fiscal e a qualidade do ajuste**, Katia Rocha e Ajax Moreira, Brasília, setembro de 2009, 18p.

Nº 1423 – **Gargalos e Demandas da Infraestrutura Portuária e os Investimentos do PAC: mapeamento Ipea de obras portuárias**, Carlos Alvares da Silva C. Neto Paulo, Bolívar Pêgo Filho, Alfredo Eric Romminger, Iansã Melo Ferreira e Leonardo Fernandes S. Vasconcelos, Brasília, outubro de 2009, 53p.

Nº 1424 – **O Programa Bolsa Família: desenho institucional, impactos e possibilidades futuras**, Sergei Soares e Natália Sátyro, Brasília, outubro de 2009, 37p.

Nº 1425 – **Nível do Câmbio e Crescimento Econômico: teorias e evidências para países em desenvolvimento e emergentes – 1980-2007**, Eliane Cristina de Araújo, Rio de Janeiro, outubro de 2009, 29p.

Nº 1426 – **Perspectivas de Crescimento Para a População Brasileira: velhos e novos resultados**, Ana Amélia Camarano e Solange Kanso, Brasília, outubro de 2009, 30p.

Nº 1427 – **Clusterização Hierárquica Espacial**, Alexandre Xavier Ywata Carvalho, Gilberto Rezende de Almeida Junior, Pedro Henrique Melo Albuquerque e Rafael Dantas Guimarães, Brasília, outubro de 2009, 79p.

Nº 1428 – **Clusterização Hierárquica Espacial com Atributos Binários**, Alexandre Xavier Ywata Carvalho, Pedro Henrique Melo Albuquerque, Gilberto Rezende de Almeida Junior, Rafael Dantas Guimarães e Camilo Rey Laureto, Brasília, outubro de 2009, 44p.

Nº 1429 – **A Curva de Phillips e a Experiência Brasileira**, Adolfo Sachsida, Marcio Ribeiro e Claudio Hamilton dos Santos, Brasília, outubro de 2009, 21p.

Nº 1430 – **Reexaminando a Curva de Phillips Brasileira com Dados de Seis Regiões Metropolitanas**, Adolfo Sachsida, Brasília, outubro de 2009, 16p.

Nº 1431 – **Restrições Macroeconômicas ao Crescimento da Economia Brasileira: diagnósticos e algumas proposições de política**, José Luis Oreiro, Lionello Punzo, Eliane Araújo e Gabriel Squeff, Brasília, outubro de 2009, 38p.

Nº 1432 – **Fórum Nacional da Previdência Social: consensos e divergências**, Felix Garcia Lopez, Brasília, novembro de 2009, 38p.

Nº 1433 – **O Potencial Distributivo do Imposto de Renda-Pessoa Física (IRPF)**, Sergei Soares, Fernando Gaiger Silveira, Claudio Hamilton dos Santos, Fábio Monteiro Vaz e André Luis Souza, Rio de Janeiro, novembro de 2009, 44p.

Nº 1434 – **Impactos Macroeconômicos dos Gastos Públicos na América Latina**, Alexandre Manoel Angelo da Silva e José Oswaldo Cândido Júnior, Rio de Janeiro, novembro de 2009, 35p.

Nº 1435 – **Análise do Impacto do Programa Bolsa Família e do Benefício de Prestação Continuada na Redução da Desigualdade nos Estados Brasileiros – 2004 a 2006**, Natália Sátyro e Sergei Soares, Rio de Janeiro, novembro de 2009, 38p.

Nº 1436 – **Liberalização Financeira, *Performance* Econômica e Estabilidade Macroeconômica no Brasil: uma avaliação do período recente**, João Adelino de Faria, Luiz Fernando de Paula, Manoel Carlos de Castro Pires e Tiago Rinaldi Meyer, Rio de Janeiro, novembro de 2009, 33p.

Nº 1437 – **Indicadores Objetivos e Subjetivos de Qualidade de Vida das Famílias Brasileiras Segundo a POF de 2002-2003: um estudo sobre seus determinantes demográficos, sociais e econômicos**, Marcelo de Sales Pessoa e Marcos Antonio C. da Silveira, Rio de Janeiro, novembro de 2009, 97p.

Nº 1438 – **A Política Fiscal e as Taxas de Juros Domésticas nos Países Emergentes**, Ajax Moreira e Katia Rocha, Brasília, novembro de 2009, 18p.

Nº 1439 – **Um Modelo Econométrico com Parâmetros Variáveis para a Carga Tributária Bruta Brasileira Trimestral**, Mário Jorge Mendonça, Cláudio Hamilton dos Santos e Luis Alberto Medrano, Brasília, novembro de 2009, 28p.

Nº 1440 – **A Necessidade de uma Nova Política de Comercialização Agrícola**, Júnia Cristina Peres R. da Conceição, Rio de Janeiro, novembro de 2009, 20p.

Nº 1441 – **Desdobramentos de Curto e Médio Prazo da Crise Atual**, Luciana Acioly, Milko Matijascic, Emilio Chernavsky, Maria Piñón, Rodrigo Pimentel Ferreira Leão, Rio de Janeiro, dezembro de 2009, 38p.

Nº 1442 – **A Escolaridade dos Pais, os Retornos à Educação no Mercado de Trabalho e a Desigualdade de Rendimentos**, Lauro Ramos e Mauricio Reis, Rio de Janeiro, dezembro de 2009, 19p.

Nº 1443 – **O Mecanismo de Desenvolvimento Limpo Setorial: perspectivas para o desenvolvimento sustentável brasileiro**, Maria Bernadete Gomes Pereira Sarmiento Gutierrez, Brasília, dezembro de 2009, 46p.

Nº 1444 – **Eficiência Tributária dos Estados Brasileiros Mensurada com um Modelo de Fronteira Estocástica Geograficamente Ponderada,** Rogério Boueri, Alexandre Xavier Ywata Carvalho e Fernanda Rocha Gomes Silva, Brasília, dezembro de 2009, 24p.

Nº 1445 – **Apontamentos Sobre a Criação de um Sistema Nacional de Indicadores em Direitos Humanos**, Marco Antonio Carvalho Natalino, Rio de Janeiro, dezembro de 2009, 24p.

Nº 1446 – **O Estigma da Perda de um Emprego Formal no Brasil**, Carlos Henrique L. Corseuil, Rodrigo F. Dias, Miguel N. Foguel e Daniel D. Santos, Brasília, dezembro de 2009, 23p.

Nº 1447 – **Capital Estrangeiro e Diferenciais de Gênero nas Promoções: evidências da indústria de transformação brasileira**, Danilo Coelho, Marcelo Fernandes e Miguel N. Foguel, Brasília, dezembro de 2009, 23p.

Nº 1448 – **Mudanças Organizacionais nas Empresas Brasileiras: uma análise a partir das estruturas ocupacionais**, Carlos Henrique L. Corseuil, Rio de Janeiro, dezembro de 2009, 23p.

Nº 1449 – **Desoneração Fiscal de Não Residentes e a Estrutura a Termo da Taxa de Juros: efeito da medida provisória no 281/2006**, Katia Rocha e Ajax Moreira, Rio de Janeiro, dezembro de 2009, 20p.

Nº 1450 – **Determinantes da Expansão do Emprego Formal: o que explica o aumento do tamanho médio dos estabelecimentos?**, Carlos Henrique L. Corseuil, Rodrigo L. Moura e Lauro Ramos, Brasília, dezembro de 2009, 25p.

Nº 1451 – **Transferências Fiscais Intergovernamentais no Brasil: uma avaliação das transferências federais, com ênfase no sistema único de saúde**, Angelo José Mont´Alverne Duarte, Alexandre Manoel Angelo da Silva, Everaldo Manoel Luz e José Carlos Gerardo, Rio de Janeiro, dezembro de 2009, 35p.

Nº 1452 – **Desafios da Real Política Industrial Brasileira do Século XXI**, Mansueto Almeida, Brasília, dezembro de 2009, 69p.

Nº 1453 – **Aplicação de um Modelo Fatorial Dinâmico para Previsão da Arrecadação Tributária no Brasil**, Mário Jorge Mendonça, Cláudio Hamilton dos Santos e Thiago Guerrera Martins, Rio de Janeiro, dezembro de 2009, 32p.

Nº 1454 – **Fatores Locacionais e o Investimento Estrangeiro em Pesquisa e Desenvolvimento: evidências para o Brasil, Argentina e México**, Fernanda De Negri e Mariano Laplane, Rio de Janeiro, dezembro de 2009, 30p.

Nº 1455 – ***Finance-Led Growth* Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas**, Miguel Bruno, Hawa Diawara, Eliane Araújo, Anna Carolina Reis e Mario Rubens, Brasília, dezembro de 2009, 29 p.

Nº 1456 – **Variáveis Fiscais e PIB *Per Capita* no Brasil: relações vigentes entre 1901 e 2006,** Alexandre Manoel Angelo da Silva e Angelo José Mont´Alverne Duarte, Brasília, dezembro de 2009, 28 p.

Nº 1457 – **Diferencial de Salários entre os Setores Público e Privado: uma resenha da literatura,** Ana Luiza Neves de Holanda, Rio de Janeiro, dezembro de 2009, 38 p.

Nº 1458 – **Políticas de Ciência, Tecnologia e Inovação no Brasil: uma análise com base nos indicadores agregados**, Luiz Ricardo Cavalcante, Rio de Janeiro, dezembro de 2009, 26 p.

Nº 1459 – **Volatilidade de Renda e a Cobertura do Programa Bolsa Família**, Sergei Soares, Rio de Janeiro, dezembro de 2009, 18p.

Nº 1460 – **Determinantes da Queda na Desigualdade de Renda no Brasil**, Ricardo Barros, Mirela de Carvalho, Samuel Franco e Rosane Mendonça, Rio de Janeiro, janeiro de 2010, 50p.

Nº 1461 – **Como as Famílias Brasileiras Avaliam a Suficiência de seus Rendimentos Segundo a POF 2002-2003 – Implicações para um Índice de Qualidade de Vida**, Marcelo de Sales Pessoa e Marcos Antonio Coutinho da Silveira, Rio de Janeiro, janeiro de 2010, 34p.

Nº 1462 – **Depósitos em Moeda Estrangeira como *Hedge* para Investidores Brasileiros de Longo Prazo: uma aplicação da teoria da escolha estratégica de portfólio**, Carlos Eduardo Meyer dos Santos e Marcos Antonio C. da Silveira, Brasília, janeiro de 2010, 35p.

Nº 1463 – **Análise de Impacto Regulatório: uma abordagem exploratória**, Lucia Helena Salgado e Eduardo Bizzo de Pinho Borges, Brasília, janeiro de 2010, 26p.

Nº 1464 – **Uma Análise da Carga Tributária Bruta e das Transferências de Assistência e Previdência no Brasil, no Período 1995-2009: evolução, composição e suas relações com a regressividade e a distribuição de renda**, Márcio Bruno Ribeiro, Brasília, janeiro de 2010, 28p.

Nº 1465 – **Gargalos e Demandas da Infraestrutura Ferroviária e os Investimentos do PAC: mapeamento Ipea de obras ferroviárias**, Carlos Alvares da Silva Campos Neto, Bolívar Pêgo Filho, Alfredo Eric Romminger, Iansã Melo Ferreira e Leonardo Fernandes Soares Vasconcelos, Rio de Janeiro, janeiro de 2010, 42p.

Nº 1466 – **Evolução Recente do Comércio Exterior Brasileiro com os Países do Mercosul**, Sérvulo Vicente Moreira e Ethianne Érica Lucena Milhomem, Rio de Janeiro, janeiro de 2010, 37p.

Nº 1467 – **Delimitação de Mercado Relevante e Simulação de Fusões Horizontais: uma abordagem unificada**, Eduardo P. S. Fiuza, Rio de Janeiro, janeiro de 2010, 33p.

Nº 1467a – **Relevant Market Delineation and Horizontal Merger Simulation: a unified approach**, Eduardo P. S. Fiuza, Rio de Janeiro, janeiro de 2010, 35p.

Nº 1468 – **Tarifas de Importação e Evasão Fiscal no Brasil**, Honorio Kume, Guida Piani e Pedro Miranda, Brasília, janeiro de 2010, 25p.

Nº 1469 – **A Evolução da Estrutura Tributária e do Fisco Brasileiro: 1889-2009**, Fabrício Augusto de Oliveira, Brasília, janeiro de 2010, 57p.

Nº 1470 – **China: estabilidade e crescimento econômico,** Marcelo José Braga Nonnenberg, Brasília, fevereiro de 2010, 23p.

Nº 1471 – **Distribuição de Renda, Transferências Federais e Imigração: um estudo de dados em painel para as unidades da federação do Brasil,** Adolfo Sachsida, Marcelo Abi-Ramia Caetano e Pedro Albuquerque, Brasília, fevereiro de 2010, 18p.

Nº 1472 – **Estrutura de Inovações na Indústria Automobilística Brasileira,** Luiz Dias Bahia e Edson Paulo Domingues, Brasília, fevereiro de 2010,

Nº 1473 – **Padrões Microeconômicos de Comércio Internacional e a Estratégia Brasileira de Exportação,** Sérgio Kannebley Júnior, Luiz Alberto Esteves, Alexandre Messa Peixoto da Silva e Bruno César Araújo, Brasília, fevereiro de 2010, 45p.

Nº 1474 – **Economia Política de Petróleo e Gás: a experiência russa,** Giorgio Romano Schutte, Brasília, fevereiro de 2010, 51p.

Nº 1475 – **Propriedade Intelectual, Origem de Capital e Desenvolvimento Tecnológico: a experiência brasileira,** Graziela Ferrero Zucoloto, Brasília, março de 2010, 61p.

Nº 1476 – **Pobreza no Espírito Santo,** Ricardo Paes de Barros, Mirela de Carvalho, Samuel Franco e Andrezza Rosalém, Brasília, março de 2010, 42p.

Nº 1477 – **Integrando Desiguais: assimetrias estruturais e políticas de integração no mercosul,** André de Mello e Souza, Ivan Tiago Machado Oliveira e Samo Sérgio Gonçalves, Rio de Janeiro, março de 2010, 49p.

Nº 1478 – **Determinantes do Desenvolvimento na Primeira Infância no Brasil**, Ricardo Paes de Barros, Lisa Biron, Mirela de Carvalho, Mariana Fandinho, Samuel Franco, Rosane Mendonça, Andrezza Rosalém, André Scofano e Roberta Tomas, Brasília, março de 2010, 31p.

Nº 1479 – **Modelo Dinâmico Estocástico de Equilíbrio Geral (DSGE) Para a Economia Brasileira: versão 1**, Luciano Vereda e Marco A. F. H. Cavalcanti, Brasília, março de 2010, 97p.

Nº 1480 – **Ouvidoria Pública como Instrumento de Mudança**, Antonio Semeraro Rito Cardoso, Brasília, março de 2010, 29p.

Nº 1481 – **Evolução Urbana e Espraiamento na Região Metropolitana de São Paulo**, Vanessa Gapriotti Nadalin e Danilo Camargo Igliori, Rio de Janeiro, abril de 2010, 46p.

Nº 1482 – **As Carreiras no Serviço Público Federal Brasileiro: breve retrospecto e perspectivas**, Ronaldo Dias, Brasília, abril de 2010, 38p.

Nº 1483 – **Regressão Quantílica com Correção para a Seletividade Amostral: estimativa dos retornos educacionais e diferenciais raciais na distribuição de salários das mulheres no Brasil**, Danilo Coelho, Róbert Veszteg e Fabio Veras Soares, Brasília, abril de 2010, 23p.

Nº 1484 – **Teoria de Redes Complexas e o Poder de Difusão dos Municípios**, Bernardo Assunção Mello, Daniel Oliveira Cajueiro, Luiz Henrique Batistuta Gomide, Roberta Vieira e Rogério Boueri, Brasília, abril de 2010, 31p.

Nº 1485 – **Classificação e Análise das Despesas Públicas Federais pela Ótica Macroeconômica (2002-2009)**, Sérgio Wulff Gobetti e Rodrigo Octávio Orair, Brasília, abril de 2010, 39p.

Nº 1486 – **Desafios para a Inclusão Produtiva das Famílias Vulneráveis: uma análise exploratória**, Jorge Abrahão de Castro, Natália Sátyro, José Aparecido Ribeiro e Sergei Soares, Brasília, abril de 2010, 21p.

Nº 1487 – **Os Determinantes Econômicos do Suicídio: um estudo para o Brasil**, Paulo R. A. Loureiro, Mario J. C. de Mendonça e Adolfo Sachsida, Rio de Janeiro, maio de 2010, 22p.

Nº 1488 – **Eficiência das Câmaras Legislativas Municipais**, Roberta da Silva Vieira, Alexandre Manoel Angelo da Silva e Angelo José Mont´alverne Duarte, Brasília, maio de 2010, 37p.

Nº 1489 – **Atual Arranjo Institucional da Política Externa Brasileira**, Elaini Cristina Gonzaga da Silva, Priscila Spécie e Denise Vitale, Brasília, maio de 2010, 47p.

Nº 1490 – **Elementos Teóricos e Conceituais para a Fundamentação de Políticas de Inovação Tecnológica em Economias Atrasadas**, Luís Felipe Giesteira, Brasília, maio de 2010, 56p.

Nº 1491 – **Dívida Pública, Política Fiscal e Nível de Atividade: uma abordagem var para o Brasil no período 1995-2008**, Marco A. F. H. Cavalcanti e Napoleão L. C. Silva, Brasília, maio de 2010, 36p.

Nº 1492 – **A Regulação das Emissões de Gases de Efeito Estufa no Brasil**, Ronaldo Seroa da Motta, Brasília, maio de 2010, 23p.

Nº 1493 – **Felicidade, Casamento e Choques Positivos de Renda: um estudo para o Distrito Federal**, Alexandre Damasceno e Adolfo Sachsida, Rio de Janeiro, maio de 2010, 37p.

Nº 1494 – **Aumento do Acesso à Internet em Banda Larga no Brasil e sua Possível Relação com o Crescimento Econômico: uma análise de dados em painel**, Hildebrando Rodrigues Macedo e Alexandre Xavier Ywata de Carvalho, Rio de Janeiro, maio de 2010, 36p.

Nº 1495 – **Aumento da Penetração do Serviço de Acesso à Internet em Banda Larga e seu Possível Impacto Econômico: análise através de sistema de equações simultâneas de oferta e demanda**, Hildebrando Rodrigues Macedo e Alexandre Xavier Ywata de Carvalho, Rio de Janeiro, maio de 2010, 57p.

Nº 1496 – **Estado e Direitos Humanos no Brasil: do AI-5 ao I Programa Nacional de Direitos Humanos**, Marco Antonio Carvalho, Rio de Janeiro, maio de 2010, 52p.

Nº 1497 – **Despesas de Investimento Municipais das Capitais Brasileiras no Período 2001-2008: o que podemos inferir com base nos dados bimestrais dos relatórios resumidos de execução orçamentária?**, Márcio Bruno Ribeiro, Alessandra dos Santos Ferreira, Hilton Leal Silva e Wanderson Silva Rocha, Brasília, maio de 2010, 72p.

Nº 1498 – **Olhares sobre a Cidade e a Região – Por Que Importam? Enfoques e Metodologias Disciplinares e Contraditórias de Análise do Território para Políticas Públicas,** Bernardo Alves Furtado, Brasília, junho de 2010, 36p.

Nº 1499 – **Distribuição Desigual dos Direitos Humanos e da Cidadania: áreas de concentração de vítimas de homicídio e ação policial no município do Rio de Janeiro,** Patricia Silveira Rivero, Brasília, julho de 2010, 75p.

Nº 1500 – No prelo.

Nº 1501 – **A Competitividade do Brasil e da China no Mercado Norte-Americano: 2000-2008,** Marina Filgueiras, Honorio Kume, 2010, 26p.

Nº 1502 – **Instrumentos de Controle da Despesa com Pessoal Inativo e Pensionistas de Estados, Municípios e do Distrito Federal,** Marcelo Abi-Ramia Caetano, Brasília, julho de 2010, 20p.

Nº 1503 – **Análise de Possíveis Determinantes da Penetração do Serviço de Acesso à Internet em Banda Larga nos Municípios Brasileiros,** Hildebrando Rodrigues Macedo e Alexandre Xavier Ywata de Carvalho, Brasília, agosto de 2010, 46p.

Nº 1504 – **Fronteira de Desigualdade Regional: Brasil (1872-2000),** Leonardo M. Monasterio, Brasília, agosto de 2010, 20p.

Nº 1505 – **Dívida Pública Afeta Variáveis Reais? Um Teste Alternativo da Equivalência Ricardiana Por Meio de Testes de Superexogeneidade em Séries Simuladas,** Adolfo Sachsida e Fabio Nogueira Carlucci, Brasília, agosto de 2010, 94p.

Nº 1506 – **Trabalho Infantil no Brasil: rumo à erradicação,** Ricardo Paes de Barros e Rosane Mendonça, Brasília, agosto de 2010, 26p.

Nº 1507 – **Dimensionando o Programa Bolsa Família,** Ricardo Paes de Barros, Rosane Mendonça e Mirela de Carvalho, Brasília, agosto de 2010, 16p.

Nº 1508 – **Tópicos em Econometria Espacial para Dados *Cross-Section*,** Alexandre Xavier Ywata Carvalho e Pedro Henrique Melo Albuquerque, Brasília, agosto de 2010, 44p.

Nº 1509 – **Mídia e Poder: elementos conceituais e empíricos para o desenvolvimento da democracia brasileira,** Francisco Fonseca, Brasília, setembro de 2010, 62p.

Nº 1510 – **O Programa de Aquisição de Alimentos da Agricultura Familiar (PAA) e as Práticas dos Agricultores Participantes Orientadas ao Mercado: estudo de caso no estado de Sergipe,** Danuta Chmielewska, Darana Souza e Acácio Alvarenga Lourete, Brasília, setembro de 2010, 42p.

Nº 1511 – **Estimações de entrada de Medicamentos Genéricos no Brasil usando Modelos de Contagem versus Modelos Ordenados, Eduardo P. S. Fiuza e Barbara, Caballero**, Rio de Janeiro, outubro de 2010, 50p.

Nº 1511a – **Estimations of Generic Drug entry in Brazil using Count versus Ordered Models, Eduardo P. S. Fiuza e Barbara Caballero,** Rio de Janeiro, outubro de 2010, 47p.

Nº 1512 – **Políticas Anticíclicas na Indústria Automobilística: Uma Análise de Cointegração dos Impactos da Redução do IPI sobre as Vendas de Veículos,** Gustavo Varela Alvarenga, Patrick Franco Alves, Carolina Fernandes dos Santos, Fernanda De Negri, Luiz Ricardo Cavalcante, Maria Cristina Passos, Rio de Janeiro, outubro de 2010, 21 p.

Nº 1513 – **Política Pública de Prevenção de Homicídios e Alternativas de Ação Coletiva,** Tatiana Whately de Moura, Rio de Janeiro, dezembro de 2010, 47p.

Nº 1514 – **Dívida Líquida e Dívida Bruta: Uma Abordagem Integrada para Analisar a Trajetória e o Custo do Endividamento Brasileiro,** Sérgio Wulff Gobetti e Bernardo Patta Schettini, Brasília, dezembro de 2010, 74p.

Nº 1515 – **Resultado Fiscal Estrutural: Um Passo para a Institucionalização de Políticas Anticíclicas no Brasil,** Sérgio Wulff Gobetti, Raphael Rocha Gouvêa e Bernardo Patta Schettini, Brasília, dezembro de 2010, 76p.

Nº 1516 – **A Presença Brasileira nas Operações de Paz das Nações Unidas, Almir de Oliveira Junior e Fernanda Lira Góes,** Rio de Janeiro, dezembro de 2010, 47p.

Nº 1517 - **Uma Metodologia para Decompor Diferenças entre Dados Administrativos e Pesquisas Amostrais, com Aplicação para o Programa Bolsa Família e o Benefício de Prestação Continuada na PNAD**, Pedro H. G. Ferreira de Souza, Rio de Janeiro, dezembro de 2010, 21 p.

Nº 1518 - **O Banco Central do Brasil: institucionalidade, relações com o estado com a sociedade civil, autonomia e controle democrático,** Carlos Eduardo Carvalho, Giuliano Contento de Oliveira e Marcelo Monteiro, Rio de Janeiro, dezembro de 2010, 58p.

Logotipo/slogan de governo removido em observancia ao disposto no art. 40 da Lei n 9.504/1997

Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República