



Thales Machado Caixeta Silva

Independência do Banco Central:

Considerações a partir da crise financeira internacional

Campinas

2020



Universidade Estadual de Campinas

Instituto de Economia

Thales Machado Caixeta Silva

Independência do Banco Central:

Considerações a partir da crise financeira internacional

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP como um dos requisitos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob a orientação do Prof. Dr. Roberto Alexandre Zanchetta Borghi

Campinas

2020

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Mirian Clavico Alves - CRB 8/8708

Si38i Silva, Thales Machado Caixeta, 1995-
Independência do Banco Central : considerações a partir da crise financeira internacional / Thales Machado Caixeta Silva. – Campinas, SP : [s.n.], 2020.

Orientador: Roberto Alexandre Zanchetta Borghi.
Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Política monetária. 2. Economia keynesiana. 3. Bancos centrais. I. Borghi, Roberto Alexandre Zanchetta, 1986-. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Informações adicionais, complementares

Palavras-chave em inglês:

Monetary policy

Keynesian economics

Banks and banking, Central

Titulação: Bacharel

Banca examinadora:

Giuliano Contento de Oliveira

Data de entrega do trabalho definitivo: 18-12-2020

Resumo

Busca-se, no presente trabalho, analisar os impactos da crise financeira internacional no debate sobre independência do Banco Central. Para isso, é realizada uma revisão bibliográfica dividida em três partes. Inicialmente, é abordado o debate no período pré-crise, por meio da visão das escolas Pós-Keynesiana, Monetarista, Novo-Clássica e Novo-Keynesiana. Em seguida, são analisadas as causas da crise de 2008, assim como as formas de atuação dos Bancos Centrais americano e europeu para mitigar seus efeitos. Por fim, é examinado o debate sobre independência do Banco Central após a crise de 2008 e a atuação de política monetária não convencional. Para tal, serão abordados autores Pós-Keynesianos e do Novo Consenso Macroeconômico cujos artigos foram escritos após a crise financeira internacional. A partir desta pesquisa, conclui-se que o chamado Novo Consenso Macroeconômico sofreu uma divisão interna entre seus principais expoentes e deve-se, portanto, relativizar um possível consenso sobre os instrumentos e os objetivos de política monetária. Também não estão de acordo quanto aos impactos das políticas quantitativas e uma maior proximidade da autoridade monetária com o Tesouro, em consequência da crise, e se essas medidas afetam a independência do Banco Central. Para a escola Pós-Keynesiana, por sua vez, mantêm-se as críticas à tese da independência do Banco Central, sendo seus argumentos reforçados pelas causas e efeitos da crise de 2008.

Palavras chave: Independência do Banco Central, Economia Pós-Keynesiana, Novo Consenso Macroeconômico, Crise Financeira Internacional, Política Monetária, Políticas Não-Convencionais

Abstract

This work seeks to analyze the impacts of the international financial crisis on the Central Bank independence debate. To do so, this work consists of a review of economic literature in three parts. Initially, it will be approached the debate during the period before the crisis of 2008, through the Post-Keynesian, Monetarist, New-Classical and New-Keynesian schools of economic thought. After, it will be analyzed the causes of such crisis and the non-conventional actions of monetary authorities. Finally, it will be examined the debate about Central Bank independence after the crisis. This study concludes that the so-called New Macroeconomic Consensus has suffered an internal division and a possible consensus about monetary policy instruments and objectives is relative. In addition, there is no agreement about the impacts of quantitative policies and a closer cooperation between the monetary authority with the

Treasury, due to the crisis, and if these measures reduce Central Bank Independence. On the other hand, the Post-Keynesian school of thought maintained its critics of Central Bank independence, as key arguments were reinforced by some causes and effects of the 2008 crisis.

Key Words: Central Bank Independence, Post-Keynesianism, New Macroeconomic Consensus, International Financial Crisis, Monetary Policy, Unconventional Policies

Agradecimentos

Foram inúmeras as pessoas que contribuíram para minha formação como economista, cada qual com sua contribuição. Gostaria de agradecer inicialmente aos meus pais, João Batista Caixeta da Silva e Júnia Queiroz Machado Silva, e minhas irmãs Rafaela Machado Caixeta Silva e Isadora Machado Caixeta Silva, pelo apoio e amor incondicional durante todos os anos da minha trajetória acadêmica. São pessoas sem as quais eu jamais teria chegado até aqui. Gostaria de agradecer também aos meus demais familiares, meus padrinhos e amigos da minha cidade natal, Patrocínio – MG, pelo conforto e carinho de sempre. A falta que sentia de vocês era imensa, mas o reencontro sempre fazia valer a pena.

Um agradecimento especial vai ao meu orientador, Roberto Alexandre Zanchetta Borghi, pela primorosa orientação durante o trabalho de Monografia. Sem o seu direcionamento, esse trabalho não teria sido concluído. Devo agradecer também pela solicitude e celeridade no atendimento. Tive a honra de ser seu aluno e orientando. Gostaria de agradecer também a todos os professores do Instituto de Economia da UNICAMP, que foram fundamentais para a minha formação acadêmica.

O ambiente universitário proporciona diversas amizades e eu me sinto grato por ter construído várias delas. Um agradecimento especial e um abraço aos amigos da República 6 Créditos, Leonardo, Rodrigo, Vinícius, Lucas, Marcelo, Felipe e Leon, por todos esses anos morando juntos. Com certeza nossas conversas, brincadeiras e apoio foram fundamentais durante todos os anos de graduação. Gostaria de agradecer também aos amigos da República Pé de Pano pelo acolhimento no último ano de curso.

O esporte é uma ferramenta fundamental para a formação de caráter, valores e, também, pelas amizades que nos proporciona. Gostaria de mandar um abraço especial aos companheiros do Futebol de Campo, o “Futcampo”, pelo companheirismo e diversos ensinamentos. Durante os meus anos de graduação, em quatro deles fiz parte da equipe, então a lista de colegas é imensa, mas gostaria de agradecer ao Guilherme Lopes, André Vassão, Yoshi, Daniel, João Bizetti, Henrique Jun, Caio, Ariel, Victor Soriani, Murilo Bridi, Vinicius Soro, João Pedro Marques, Pedro Geloneze entre tantos outros. À geração nova que entrou no time, fica aqui a minha torcida e o meu apoio nas futuras competições. Foi uma honra jogar com vocês senhores. Por fim, gostaria de agradecer especialmente ao treinador Ronald Payolla, pelos incontáveis ensinamentos, dentro e fora de campo, e pela extrema dedicação e carinho com o time. Você nunca desistiu de nós professor, e somos eternamente gratos por isso.

Depois de mais de uma página de agradecimentos, a lista de pessoas que eu gostaria de agradecer ainda é imensa. Inúmeras pessoas contribuíram e participaram da minha graduação. A equipe da ECONOMICA Empresa Junior, todos os colegas da graduação, funcionários da biblioteca e da Secretaria, principalmente Régis e Eduardo, todos contribuíram de alguma forma e a todos eles eu sou grato. A todos os funcionários da UNICAMP, meu obrigado por prestarem um serviço de qualidade, proporcionando educação superior gratuita a milhares de alunos. O seu papel também deve ser valorizado na educação desse país.

Sem mais delongas, muito obrigado a todos.

Sumário

Introdução	9
Capítulo 1: O debate sobre Independência do Banco Central antes da crise de 2008.....	14
1.1: A política monetária Pós - Keynesiana.....	14
1.2: O Monetarismo	22
1.3: Os Novos-Clássicos	26
1.4: Os Novos-Keynesianos.....	29
1.5: O Novo Consenso Macroeconômico e o Regime de Metas de Inflação	32
1.6: Autonomia Operacional e Independência Política: análises empíricas	37
Capítulo 2: Reações de política monetária frente à crise financeira de 2008	43
2.1: Origens da Crise	43
2.2: A atuação do FED e do Banco Central Europeu no pós-crise.....	50
Capítulo 3: O debate sobre Independência do Banco Central após a crise de 2008.....	59
3.1 A visão do Novo Consenso Macroeconômico.....	59
3.2 A crítica Pós-Keynesiana.....	68
Conclusão	78
Referências bibliográficas	81

Introdução

A magnitude do impacto da crise financeira de 2008 sobre a atuação dos Bancos Centrais alterou, em grande medida, a forma pela qual essas instituições têm buscado seus objetivos finais, principalmente nas economias mais avançadas. Muitos instrumentos de política monetária, até então vistos como inalteráveis, como o *open market*, as taxas de redesconto e os recolhimentos compulsórios, foram insuficientes frente ao desafio tão grande imposto pela crise. Os Bancos Centrais tiveram de adotar novas medidas para tentar retomar o crescimento econômico e o nível de emprego. Da mesma forma que a crise de 1929 colocou em xeque diversos postulados clássicos, abrindo espaço para uma nova literatura econômica, a saber a Keynesiana, a última crise financeira impactou fortemente o mundo acadêmico, as instituições econômicas e a atuação das autoridades monetárias. Dessa forma, é importante fazer uma revisão acerca do que dizem algumas escolas de pensamento econômico sobre a forma de atuação dos Bancos Centrais, seu planejamento, seus objetivos e, particularmente, seu grau de independência, em um contexto de superação de antigas ideias e surgimento de novas.

O Banco Central é a instituição responsável por conduzir a política monetária de um determinado país, por meio da definição do nível de depósitos compulsórios, das operações de redesconto e do chamado *Open Market*, todos esses instrumentos de política monetária. Um dos principais objetivos de um Banco Central é a manutenção de um baixo nível de inflação, mas isso pode variar de instituição para instituição. No caso do FED (*Federal Reserve System*), os objetivos são a estabilidade de preços e a busca pelo máximo nível de atividade econômica. Além disso, cada instituição define o tipo de regime que irá seguir. Em diversos países, incluindo o Brasil, vigora o regime de Metas de Inflação, que estabelece previamente metas e bandas de variação para a taxa de inflação de um dado ano, sendo estas perseguidas como prioridade pela autoridade monetária.

Entretanto, a forma de atuação dessas instituições nunca foi um consenso entre os economistas e as escolas de pensamento. A partir da década de 1970, o debate se acentuou devido ao fenômeno vivido pelos países centrais conhecido como “estagflação”. Baixos níveis de crescimento econômico juntamente com elevados níveis de inflação colocaram em xeque o pressuposto da Curva de Phillips¹, intrigando economistas à época. Como medida para

¹ “Essa curva refere-se a um estudo empírico estatístico realizado por Arthur Phillips em 1958, o qual mostrava uma relação entre o desemprego e a taxa de variação dos salários para o Reino Unido no período 1861 a 1957. A partir da contribuição de Samuelson e Solow (1960), a Curva de Phillips passou a ser interpretada por muitos keynesianos da síntese neoclássica como um *trade-off* entre inflação e desemprego no longo prazo. Esta

reconduzir o nível de preços a um baixo patamar e recolocar os países na reta do crescimento econômico, muitos economistas passaram a defender uma maior autonomia dos Bancos Centrais, pois para eles havia uma grande interferência política nessas instituições.

O debate sobre a independência do Banco Central pode ser compreendido a partir de duas escolas de pensamento econômico distintas. De um lado, tem-se o Novo Consenso Macroeconômico, a partir da junção de ideias Novo-Clássicas e Novo-Keynesianas. Considera-se existente um grande viés inflacionário no comportamento do setor público, sobretudo porque o comportamento político tende a alterar os rumos da política monetária e econômica com base em motivos eleitorais. Portanto, defende-se a existência de um Banco Central independente junto ao arcabouço do regime de metas de inflação.

De outro lado, coloca-se a escola Pós-Keynesiana, composta por pensadores influenciados pelas ideias de John M. Keynes, que compartilham o princípio da não neutralidade da moeda. A moeda, uma vez demandada, entre outros motivos, devido à incerteza quanto ao futuro, afeta o lado real da economia. Dessa forma, a eficácia da política monetária dependeria não somente da decisão da autoridade monetária, mas também da interação entre bancos, capitalistas e investidores, todos permeados por um ambiente de incerteza. Em tal ambiente, torna-se impossível prever a ação de todos os agentes econômicos, o que faz com que nenhum agente tenha conhecimento total das ações dos demais, sendo, portanto, impraticável uma convergência para o equilíbrio. Assim, acreditam na capacidade de a moeda alterar variáveis reais da economia, como, por exemplo, o nível de atividade econômica. Neste sentido, discordam da necessidade da atuação de um Banco Central independente, pois para eles existem outras preocupações na condução da política monetária além da estabilidade de preços.

Estas distintas visões são aprofundadas nesta Monografia. Mas, o que seria, de fato, um Banco Central independente? O termo independência vem sendo utilizado na literatura como a capacidade do Banco Central de não ceder diante de pressões políticas para financiar déficits orçamentários dos governos, seja através da emissão de moeda, seja através da compra de títulos de dívida pública no mercado primário. Dessa forma, na literatura do *mainstream* econômico,

formulação rapidamente assumiu grande importância, em especial devido à sua implicação para a política econômica, ao oferecer às autoridades um conjunto de possibilidades de combinações entre inflação e desemprego” (BOTELHO, 2016).

principalmente a do Novo Consenso, está previsto que haja independência institucional do Banco Central em relação aos poderes Executivo e Legislativo.

Há, ainda, dois conceitos relacionados à independência do Banco Central: Autonomia Operacional, que se refere à capacidade de o Banco Central escolher os instrumentos de política monetária que utilizará para alcançar o objetivo de estabilização, sem interferência de nenhuma outra autoridade; e Independência Política, que mede a capacidade da instituição de eleger seus membros e diretores sem interferência política externa, de forma autárquica e independente, assim como de estabelecer as metas a serem atingidas.

No ano de 2008, eclodiu nos Estados Unidos uma das maiores crises financeiras da história: a crise do *subprime*, que rapidamente se espalhou pela economia global. A partir dos anos 1970, com a consolidação do sistema financeiro internacional que sucedeu o regime de *Bretton Woods*, promoveu-se maior liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros, além do surgimento de diversas inovações financeiras baseadas em derivativos e processos de securitização. Segundo Farhi (2008), tal período ficou conhecido pela “supremacia dos mercados” ou “*market-led finance*”, significando a liberalização e internacionalização dos mercados financeiros.

No conjunto das transformações relacionadas ao sistema financeiro internacional, consolida-se o chamado “*Global Shadow Banking System*” que, segundo Farhi (2008), é formado por instituições financeiras envolvidas em empréstimos alavancados, sem acesso às operações de redesconto dos Bancos Centrais e não compreendidas na regulamentação dos Acordos de Basileia à época da crise. São elas: fundos de *private equity*, seguradoras, fundos de pensão e grandes bancos de investimento.

Nos anos 2000, a valorização do mercado imobiliário estava sendo convertida em crédito para os consumidores, por meio de novas hipotecas ou até mesmo do refinanciamento das existentes. Devido ao período de baixas taxas de juros posterior ao estouro da bolha *dotcom* no início dos anos 2000, os bancos viram uma grande oportunidade de negociação de ativos a partir da geração de novas hipotecas e da expansão do crédito para consumo. Dentro da esteira de inovações financeiras criadas, em parte ligadas ao mercado imobiliário, como o CDO (*Collateralized Debt Obligation*), a dimensão financeira e os riscos envolvidos se reforçavam a

partir das instituições do referido “*Global Shadow Banking System*”² (FARHI e CINTRA, 2008, p. 6).

De acordo com Cintra e Freitas (2008), a qualidade desses ativos era muitas vezes superestimada pelas agências de avaliação de risco de crédito (agências de *rating*), que concediam avaliação *triple A* (AAA) para ativos de qualidade duvidosa, classificando-as como excelentes opções de investimento até mesmo para investidores altamente avessos a riscos. Não apenas restritos ao mercado americano, tais pacotes de produtos financeiros estruturados foram distribuídos para outros lugares do mundo, por meio de fundos de investimento ingleses, franceses, sul-coreanos e chineses, devido à grande disponibilidade de liquidez global.

A deflagração da crise do *subprime* e a falência do banco de investimentos *Lehman Brothers* subjugaram a economia mundial em uma nova e severa crise econômica. A partir de então, o Banco Central americano teve de adequar sua política monetária ao cenário de recessão econômica, reduzindo drasticamente sua taxa de juros e injetando uma enorme quantidade de liquidez na economia. Outra forma de atuação foi por meio da chamada política de *Quantitative Easing*, capaz de expandir a base monetária mediante negociação e compra de ativos – ou títulos – considerados “tóxicos” presentes nos balanços das instituições financeiras e programas de empréstimo. Cabe destacar que a atuação dos Bancos Centrais frente à crise não se conformou a partir de um movimento de coordenação internacional, ainda que muitos tenham atuado na mesma direção.

No caso americano, o Banco Central adotou medidas não convencionais para aumentar a base monetária, como o empréstimo a mercados de crédito de curto prazo, altamente estressados, e compras de ativos de longo prazo para reduzir as taxas de juros reais de longo prazo, conforme explicado por Fawley e Neely (2013). Dessa forma, a atuação do Banco Central americano no período pós-crise reacendeu o debate sobre a condução da política monetária, a regulamentação dos mercados financeiros e o grau de independência dos Bancos Centrais.

Diante do contexto exposto, esta Monografia busca compreender os reflexos da crise financeira de 2008 sobre os argumentos de independência ou não do Banco Central no

² “Valeram-se, igualmente, dos chamados “produtos estruturados” – ABS, RMBS, CMBS, CDO etc. – instrumentos resultantes da combinação entre um título representativo de um crédito – debêntures, bônus, títulos de crédito negociáveis, hipotecas, dívida de cartão de crédito etc. – e o conjunto dos derivativos financeiros (futuros, termo, *swaps*, opções e derivativos de crédito) qualquer que seja seu ativo subjacente” (FARHI e CINTRA, 2008).

arcabouço teórico das visões do Novo Consenso Macroeconômico e da escola Pós-Keynesiana. São apresentados os argumentos de alguns autores de cada escola sobre as formas de organização, atuação e grau de independência das autoridades monetárias, buscando apontar eventuais diferenças entre a bibliografia do período pré-crise e pós-crise financeira internacional.

O trabalho está dividido em três capítulos, todos baseados em revisões bibliográficas sobre o tema. O primeiro consiste em uma revisão bibliográfica do debate entre as escolas de pensamento econômico antes da crise financeira de 2008, como a Pós-Keynesiana, a Monetarista e o Novo Consenso Macroeconômico. Alguns dos principais autores de cada escola incluem: Robert Lucas Jr, Milton Friedman, John M. Keynes, Joseph Stiglitz, Gregory Mankiw, Fernando Cardim de Carvalho, entre outros. O segundo capítulo aborda as medidas tomadas pelo FED e pelo Banco Central Europeu em relação à política monetária no contexto da crise. Para tal, os principais autores lidos são Ben Bernanke, ex presidente do FED, Maryse Farhi e Marcos Antonio Macedo Cintra. No terceiro capítulo, realiza-se uma revisão do debate sobre independência do Banco Central depois dos eventos de 2008, principalmente através da visão do Novo Consenso Macroeconômico e Pós-Keynesianismo. Serão abordados autores como John B. Taylor, Olivier Blanchard, Jordi Galí, Philip Arestis, Malcolm Sawyer e Randall Wray.

Capítulo 1: O debate sobre Independência do Banco Central antes da crise de 2008

Nesse capítulo, são apresentadas as principais escolas de pensamento econômico, seu arcabouço teórico e os argumentos de cada uma delas sobre a atuação da autoridade monetária, o papel da política monetária e a visão sobre independência do Banco Central. É utilizada uma ordem cronológica de apresentação, de acordo com o período em que foram elaboradas, iniciando pelas ideias de Keynes e autores Pós-Keynesianos, passando pelos Monetaristas, Novos-Clássicos, Novos-Keynesianos e, por fim, o Novo Consenso Macroeconômico.

Dessa forma, o objetivo é compreender as diferentes visões sobre política monetária, e os seus impactos sobre as variáveis macroeconômicas, e os argumentos contra ou a favor da Independência do Banco Central. Após a apresentação dos principais argumentos referentes a cada escola, na última seção do capítulo, são tratadas as diferenças entre autonomia operacional e independência política do Banco Central, assim como uma análise dos países que adotaram essas medidas e seus impactos sobre o nível geral de preços.

1.1: A política monetária Pós - Keynesiana

Para uma melhor compreensão da teoria Pós-Keynesiana, é necessário abordar primeiramente a principal obra de J. M. Keynes, a “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”, escrita em 1936. No modelo básico proposto por Keynes na Teoria Geral, os níveis de produto e emprego são determinados pela Demanda Efetiva. Por sua vez, a Demanda Efetiva é definida pelo autor como o “ponto de intersecção da função da demanda agregada e da função da oferta agregada, pois é neste ponto que as expectativas de lucro dos empresários serão maximizadas” (KEYNES, 1936, p. 60). Dessa forma, são as decisões de gasto que determinam a renda. Se os agentes econômicos decidirem entesourar ou reter a moeda, não realizando o gasto, isso pode deprimir uma economia.

Entretanto, a coincidência entre o ponto de demanda efetiva e o nível no qual a economia se encontra no pleno emprego é uma possibilidade, mas não a regra. Muito pelo contrário, segundo Keynes (1936), a situação normal de uma economia, no curto prazo, é de insuficiência de demanda efetiva, causando ociosidade de máquinas e trabalhadores. Pode ser que os agentes encontrem o ponto de demanda efetiva sem que esse represente o ponto de pleno emprego. Nesses casos, como os empresários têm seus lucros maximizados, não há incentivo para novos investimentos, compra de máquinas e ocupação de novas unidades de trabalho.

Entra em cena, então, um conceito muito importante para a leitura de Keynes acerca do funcionamento da economia, que o diferencia da teoria clássica: o conceito de desemprego involuntário.

A teoria clássica considerava a existência de apenas dois tipos de emprego em uma economia: o desemprego friccional, ocorrido quando há um desequilíbrio temporário entre a oferta e demanda por fatores de produção, e o desemprego voluntário, que ocorre quando os trabalhadores preferem o lazer ao trabalho dada a unidade de salário paga pela unidade de trabalho contratada.

Na teoria proposta por Keynes, o volume de trabalho demandado depende primordialmente da decisão dos empresários de contratarem a partir de suas expectativas de demanda por seus produtos. No processo de tomada de decisão, são considerados os custos de produção, relacionados aos salários e ao preço de máquinas e equipamentos, e as expectativas de ganhos futuros, relacionadas ao consumo.

Segundo Borges (2016), em sua análise da teoria Keynesiana, a questão central em torno do consumo está no fato de que este não aumenta na mesma proporção que o aumento da renda real. Isso acontece porque os agentes poupam parte da renda que não é consumida. Dessa forma, é chamada de *Propensão ao Consumo* a parte da renda utilizada para o consumo corrente. A Propensão ao Consumo é afetada por fatores objetivos e subjetivos, conforme explicitado na Teoria Geral, dentre os quais pode-se citar: variação na unidade de salário em termos reais, variações imprevistas dos valores do capital, variações na política orçamentária (cujos impostos diminuem a renda disponível para consumo) e variações nas expectativas entre rendimentos presentes e rendimentos futuros.

Já a decisão de investir do empresário está baseada na *Eficiência Marginal do Capital* (EMgK), buscando a valorização de seu capital aplicado. O conceito de investimento adotado por KEYNES (1936) remete ao aumento do estoque de capital com o objetivo de gerar renda no futuro. Dessa forma, a decisão de investimento leva em consideração a expectativa de ganhos a partir da venda dos produtos que a expansão da capacidade produtiva é capaz de gerar. Uma vez que o consumo aumenta em um percentual menor do que a renda, para que haja aumento do nível de emprego numa economia, é necessário que haja um acréscimo nos investimentos.

Outro fator considerado pelos empresários na decisão de investir é a relação entre a Eficiência Marginal do Capital e a taxa de juros, representando o custo de oportunidade do

investimento do capitalista. Quando a $EmgK$ se reduz aos níveis das taxas de juros, torna-se indiferente o investimento produtivo ou a aplicação financeira. É possível dizer que, caso haja paridade entre a taxa de juros e a Eficiência Marginal do Capital, é mais vantajoso para o capitalista buscar a valorização de seu capital por meio da esfera financeira, uma vez que dependendo do ativo escolhido a relação risco/retorno é menor do que a dos investimentos produtivos. Dessa forma, é preciso que a Eficiência Marginal do Capital seja maior do que a taxa de juros para que os investimentos na esfera produtiva da economia se justifiquem.

O ambiente no qual os capitalistas tomam as decisões de investimento é permeado por incerteza. Uma vez que o futuro é incerto, as decisões dos capitalistas são baseadas em expectativas quanto a esse futuro, considerando algumas variáveis-chave, como o nível de consumo e o retorno esperado do investimento. Existem elementos de curto prazo que afetam o longo prazo como, por exemplo, o estoque de capital existente e o nível de demanda corrente. Há também fatores exclusivamente de longo prazo, difíceis de serem previstos, como as preferências dos consumidores, a demanda futura e o nível dos salários.

De acordo com Borges (2016), um conceito-chave na abordagem Keynesiana é a definição de taxa de juros, sendo essa a recompensa esperada por um agente econômico por abrir mão de sua liquidez por um prazo determinado. A taxa de juros seria, então, o preço que guia a escolha de manutenção de riqueza do agente econômico entre a forma líquida e ilíquida, sendo preferida a forma líquida em cenários de maior incerteza. Para os clássicos, a taxa de juros é vista como uma escolha entre consumo presente e futuro. Dessa forma, na teoria Keynesiana não existe uma taxa natural de juros como na teoria clássica, uma vez que ela não é determinada pela oferta de fundos emprestáveis existentes e demanda por investimentos, mas sim pela oferta de moeda e preferência pela liquidez dos agentes econômicos.

Na Teoria Geral, Keynes (1936) aponta três principais motivos para se demandar moeda. O primeiro deles seria o motivo de transação, relacionado às transações correntes dos agentes econômicos, sendo a moeda o ativo que viabiliza as trocas. O segundo motivo é o de precaução, de acordo com o qual os agentes podem reter moeda como uma forma de se preparar para ocasiões inesperadas, uma vez que o futuro é incerto. Por fim, o motivo especulação é

relacionado ao comportamento futuro da taxa de juros, como resultado de alterações no próprio mercado³.

Nessas condições, a moeda não é apenas um meio utilizado para as trocas de mercadoria, conforme previsto na teoria clássica, com função apenas de meio de troca, mas ela também possui a função de reserva de valor, mantendo a riqueza ao longo do tempo e funcionando, portanto, como um ativo desejado em si mesmo.

Ainda segundo Borges (2016), a centralidade dada à moeda na teoria Pós-Keynesiana estabelece um papel fundamental para a política monetária no fomento de uma economia capitalista. É preferível que se implementem políticas monetárias de taxas de juros baixas, uma vez que elas serão comparadas com a Eficiência Marginal do Capital esperada de um investimento, influenciando, portanto, a tomada de decisão dos empresários. Se as taxas de juros oferecidas nos títulos públicos são superiores à EMgK, os empresários optariam pelas aplicações financeiras em detrimento do investimento produtivo como forma de valorização de seu capital.

No entanto, para Keynes, em situações nas quais o nível de incerteza é elevado, a política monetária de juros baixos pode não ser suficiente para recuperar a atividade econômica. Nesse cenário, da chamada “Armadilha de Liquidez”, os agentes preferem manter sua riqueza na forma mais líquida, ou seja, em forma de moeda, pelos motivos de precaução e especulação, e por isso as alterações na política monetária e na taxa de juros podem não resultar no efeito esperado.

No que tange à independência do Banco Central, Keynes (1932) argumenta que a autoridade monetária deve cooperar em um mesmo nível com o Tesouro. Caberia ao Banco Central conduzir a política monetária, enquanto o Tesouro conduziria o gerenciamento da dívida e a política fiscal. Entretanto, o Banco Central não deveria estar na posição de definir as próprias metas, pois isso seria de responsabilidade do governo. Em outras palavras, a autoridade monetária teria independência de instrumento, mas não de meta, porque o governo que decidiria quais são objetivos de política econômica. Além disso, a direção do Banco da Inglaterra deveria ser indicada pelo governo e seu presidente passaria por uma aprovação do Ministro das Finanças. (*Chancellor of the Exchequer*). A proposta keynesiana de política monetária está

³ A partir do debate com Bertil Ohlin após a publicação da Teoria Geral (1936), Keynes introduziu um quarto motivo de demanda por moeda, o motivo *Finance*. Refere-se à demanda por moeda para um gasto futuro planejado, geralmente vultoso, como um investimento em bens de capital, por exemplo. KEYNES (1937).

baseada na ideia de que “a moeda importa”, surtindo efeitos tanto no curto quanto no longo prazo, a partir do momento em que as oscilações dessa variável afetam as motivações e as expectativas dos agentes. Dessa forma, não se pode definir as diretrizes da política monetária sem levar em consideração o comportamento e as oscilações da própria moeda.

Conforme dito anteriormente, para a teoria Pós-Keynesiana, a moeda é a forma de riqueza mais líquida das economias capitalistas. Entretanto, de acordo com Carvalho (1996), outros ativos podem desempenhar uma natureza monetária, desde que haja mecanismos garantidores de conversibilidade e liquidez desses ativos. Dessa forma, a partir da consideração de que outros ativos podem assumir uma natureza monetária, a moeda passa a ser vista como endógena. Isso significa que, para os Pós-Keynesianos, a oferta de moeda passa a incluir tanto a moeda emitida pela autoridade monetária como a moeda criada pelas instituições bancárias, sendo sua criação endógena à atividade bancária e, portanto, ao sistema econômico.

Segundo Paula (2003), o ponto de partida Pós-Keynesiano na discussão acerca da endogeneidade da oferta de moeda se relaciona à não aceitação de que a oferta monetária seja determinada apenas de forma exógena pela autoridade monetária, pois também é importante considerar que, em economias com sistemas financeiros desenvolvidos, esta oferta é determinada pela expansão do crédito.

Dessa forma, a endogeneidade da oferta de moeda decorre da capacidade de o sistema financeiro aumentar o volume de empréstimos e criar instrumentos financeiros que ampliem os meios de pagamento mais do que proporcionalmente ao aumento das reservas bancárias. Outro ponto a ser considerado, segundo Paula (2003), é que os bancos também possuem preferência pela liquidez e, dessa forma, administram seu *portfólio*, analisando a rentabilidade esperada e a liquidez dos ativos. Nesse sentido, em um ambiente no qual a incerteza é maior, os bancos podem preferir ativos mais líquidos e menos lucrativos. Entretanto, quando a incerteza diminui, as instituições bancárias e financeiras passam a adotar posições mais arriscadas, buscando maior rentabilidade e abrindo mão da liquidez.

Minsky (1986) discute essa questão. Para o autor, a atividade bancária é inovadora e sua dinâmica é baseada na busca por lucros. Os empreendedores bancários equilibram seus ativos e passivos de modo a aproveitar as oportunidades de lucro percebidas. De acordo com ele, os agentes econômicos, incluindo os bancos e instituições financeiras, podem assumir três posições diferentes no que diz respeito ao seu financiamento. A primeira delas, a posição *Hedge* representa aquele agente que possui um fluxo de caixa suficientemente robusto para honrar com

suas obrigações financeiras. Já a posição *Especulativa* é aquela em que o agente econômico se financia com a esperança de que no futuro terá condições de honrar com suas dívidas. Por fim, a posição *Ponzi* é aquela tomada por um agente que não tem condições de honrar com suas obrigações financeiras e toma mais financiamento para conseguir honrar com suas obrigações correntes. Assim, para Minsky (1986), a estabilidade é instabilizadora, pois em momentos de menor incerteza os agentes econômicos, incluindo os bancos, tomam posições mais arriscadas, com o objetivo de aumentar sua rentabilidade, reduzindo sua liquidez. As margens de segurança das empresas, bancos e instituições financeiras são corroídas à medida em que eles tomam mais riscos. Quando ocorre o chamado “Momento Minsky”, que pode ser um choque na taxa de juros, reversão das expectativas, falência de uma instituição bancária, ou até mesmo um ataque especulativo, a posição dos agentes pode se alterar, transformando-se em *Especulativa*, ou até mesmo *Ponzi*, levando à falência de bancos e empresas.

Com o objetivo de tentar controlar essa instabilidade gerada pela atuação dos agentes econômicos, os Bancos Centrais devem regular e fornecer liquidez para o sistema bancário e financeiro. Essa é uma importante prescrição dos Pós-Keynesianos para a política monetária. Arestis e Sawyer (2002), por exemplo, argumentam que a política monetária é necessária tanto para garantir a estabilidade e a liquidez do sistema financeiro, quanto para administrar a taxa de juros em um patamar que estimule a demanda agregada, elevando o nível de produto e emprego da economia.

De acordo com Carvalho (1994), a política monetária é um dos elementos das políticas de governo desenhadas com o objetivo de estabilizar a economia, buscando simultaneamente os equilíbrios macroeconômicos, com pleno emprego, orçamento público e balanço de pagamentos equilibrados, protegendo a economia de possíveis pressões inflacionárias. A estabilidade seria resultado de um ataque simultâneo em diversas frentes, por meio de políticas coordenadas. Isso significa que a política monetária não é nem independente nem subordinada às outras políticas em geral. O que se propõe é que as autoridades de governo devam prover certa estabilidade para que os agentes privados possam tomar as decisões de natureza alocativa, no âmbito microeconômico, sem os temores e incertezas que o futuro traz.

Seguindo na mesma linha de raciocínio, Freitas (2006) diz que a política monetária não deve ser utilizada de forma independente das demais políticas. A não coordenação de políticas pode ser uma fonte pontencial de conflito, principalmente se o Banco Central for independente. Se a autoridade monetária tiver total liberdade de ação ela pode, por exemplo, subir a taxa de

juros para atrair capital externo e equilibrar o balanço de pagamentos, enquanto o governo pode preferir taxas de juros mais baixas para estimular o produto e o emprego. Outro efeito danoso de tal política é o aumento do custo da dívida pública, colocando constrangimentos adicionais à política fiscal. Tal conflito pode ser exarcebado se o Banco Central, além de independente, tiver o objetivo único de garantir a estabilidade do nível de preços, como no regime de Metas de Inflação.

“A adoção da estabilidade dos preços como objetivo único do banco central, como previsto no regime de metas de inflação, engessa toda a política econômica, impede a coordenação de políticas e retira do Executivo o poder de formular a política monetária. Nesse tipo de regime, todas as demais políticas tornam-se subordinadas à política monetária”

(FREITAS, 2006, p. 286)

Carvalho, Oliveira e Monteiro (2010) argumentam que, a partir da não-neutralidade da moeda, a política monetária é um instrumento poderoso para afetar as decisões de gasto e investimento, influenciando, por sua vez, a capacidade produtiva da economia. Assim, delegar ao Banco Central a tarefa única de combater a inflação retira dos governos um importante instrumento para garantir o crescimento econômico sustentado, além de impor um ônus desnecessário em termos de produto e de renda. Além disso em momentos de crise econômica a execução do binômio Banco Central independente – Regime de Metas de Inflação pode atrapalhar a coordenação de políticas econômicas anticíclicas que busquem a retomada do emprego e da renda.

Carvalho, Oliveira e Monteiro (2010) também dizem que a independência do Banco Central representa a delegação de um instrumento importantíssimo a um conjunto de supostos peritos com mandatos fixos, o que demonstra, por sua vez, uma visão de que a sociedade é incapaz de gerir a própria moeda e o crédito. Além do mais, pressupõe a neutralidade da moeda e a existência de uma taxa natural de desemprego, hipóteses essas que são rejeitadas pelos Pós-Keynesianos.

“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.”
(CARVALHO, OLIVEIRA E MONTEIRO, 2010, p. 26)

No que tange à ideia de fixar regras monetárias para a política monetária, Freitas (2006) argumenta que ela gera o problema da definição de qual regra a ser utilizada, pois há muita discordância sobre qual variável deve ser controlada e quais são os melhores instrumentos para influenciar a taxa de juros e o crédito. Além disso, as constantes inovações financeiras, o desenvolvimento de um circuito financeiro fora do controle da autoridade monetária e a maior volatilidade dos juros e do câmbio, reduziram de forma inequívoca a adoção de regras de qualquer espécie.

Através de uma análise histórica dos bancos centrais, é possível dizer que as autoridades monetárias foram criadas com objetivos distintos de garantir a estabilidade do nível de preços. Os Bancos Centrais mais antigos, como o da Inglaterra e o da França, foram criados com o objetivo de reduzir os constrangimentos ao déficit público, conforme mostrado por Carvalho (1995). Somente depois assumiram o papel de “bancos dos bancos” e prestamista de última instância.

Já Carvalho (1995-1996) critica a pedra fundamental do arcabouço teórico que a defende: a existência da Taxa Natural de Desemprego. Segundo essa hipótese, a política monetária não possui capacidade de impactar variáveis econômicas reais no longo prazo, somente no curto prazo ao iludir os agentes econômicos. Essa taxa seria alterada somente por mudanças institucionais, como no mercado de trabalho, ou por mudanças tecnológicas que alterem as condições de oferta. Está embutido nessa hipótese a ideia de que a moeda é neutra. Entretanto, a não neutralidade da moeda é o ponto de partida dos Pós-Keynesianos. Segundo Carvalho (1995-1996), a partir do momento em que a hipótese da Taxa Natural de Desemprego é rejeitada, a independência do Banco Central perde sentido. A política monetária deve ser coordenada com outras políticas, como a fiscal, para ampliar a eficiência da política econômica em geral.

Segundo Borges (2016), o que se infere nessa abordagem é que a política monetária não deve ser formulada independentemente dos objetivos do governo. Desse modo, um Banco Central de cunho Pós-Keynesiano não pode ser independente, pois cabe às autoridades monetárias buscarem meios específicos para concretizar as metas de política econômica definidas pelo governo, que não se resumem à estabilização de preços. Essa forma de conduzir

a política monetária baseia-se no princípio da não neutralidade da moeda, isto é, que flutuações no nível de liquidez da economia geram impactos no nível de produto e de emprego agregados.

.De acordo com Wray (2007), a independência do Banco Central seria completamente ilusória, porque a autoridade monetária coopera todos os dias com o Tesouro para tentar atingir a meta da taxa de juros de curto prazo. Além disso, a ideia de proibir vendas diretas do Tesouro para o Banco Central não faria sentido, pois ela não é capaz de impedir o Tesouro de expandir os gastos. Por fim, a suposta independência da autoridade monetária para evitar pressões políticas não seria condizente com a forma pela qual a política monetária é formulada. Os comitês de política monetária – no caso dos EUA, o FOMC (*Federal Open Market Committee*) – são compostos por indivíduos que carregam a própria ideologia para as reuniões, geralmente com viés pró-mercado, segundo Wray (2007), não contemplando os interesses da população trabalhadora.

1.2: O Monetarismo

Um dos maiores críticos da Teoria Keynesiana vigente no pós-guerra foi Milton Friedman. Em sua reconstrução da Teoria Quantitativa da Moeda, Friedman apresentava a moeda como uma forma de riqueza que compete com as demais pela preferência dos agentes. Dessa forma, ela não é neutra no curto prazo, uma vez que alterações na política monetária gerariam o efeito da “Ilusão Monetária” sobre os agentes econômicos, mas passados os efeitos dessa ilusão, em especial no longo prazo, ela seria neutra.

É importante ressaltar que a escola Monetarista se contrapôs às ideias do *mainstream* da época, nas décadas de 50 e 60, que era a síntese neoclássica, baseada nos modelos IS-LM. O primeiro ponto de crítica de Friedman ao modelo keynesiano diz respeito à sua interpretação da Curva de Phillips. De acordo com ele, a curva não mostra os impactos da demanda agregada sobre o mercado de trabalho, mas sim o comportamento da oferta de trabalho. A interpretação original usava o índice de desemprego como uma medida da pressão exercida pela demanda agregada sobre o mercado de trabalho, resultando em variações do salário monetário. Já Friedman (1968) interpreta a curva de Phillips como indicando a quantidade de trabalho que os trabalhadores estariam dispostos a ofertar nos diversos níveis de salário pagos no mercado. Segundo Carvalho (2004), nessa interpretação a curva de Phillips deixa de mostrar a pressão que as empresas fazem sobre o mercado de trabalho para obter mais trabalhadores para mostrar a pressão que os trabalhadores fazem por mais salários quando o nível de emprego sobe.

Nesse sentido, Friedman (1968) apresenta duas ideias que terão grande influência no debate sobre os objetivos da política monetária. O primeiro conceito apresentado é o da Taxa Natural de Desemprego, segundo o qual as condições estruturais do mercado de trabalho fazem com que haja um nível natural de desemprego em uma dada economia.

De acordo com Friedman, a “Taxa Natural de Desemprego” seria dada pelo sistema Walrasiano de Equações de Equilíbrio Geral, conforme explicado no trecho abaixo:

“The natural rate of unemployment, in other words, is the level that would be ground out by the Walrasian system of general equilibrium equations, provided there is imbedded in them the actual structural characteristics of labor and commodity markets, including Market imperfections, stochastic variability in demands and supplies, the cost of gathering information about job vacancies and labor availabilities, the costs of mobility, and so on” (FRIEDMAN, M. 1968, p.8).

O termo “natural”, de acordo com Friedman, não deve ser confundido com imutável. Ao contrário, muitas das características do mercado que definem o nível dessa taxa são passíveis de serem alteradas pela atuação das instituições, de regulação e de política.

O segundo conceito importante introduzido por Friedman é a Hipótese das Expectativas Adaptativas. A necessidade de definição formal de uma hipótese sobre expectativas era uma implicação de sua reinterpretação da Curva de Phillips como uma curva da oferta de trabalho. A curva original relacionava as taxas de desemprego com níveis de salário monetário. A escolha entre o trabalho e o lazer, trazida pelo conceito da Taxa Natural de Desemprego, não poderia depender do salário monetário, mas sim do salário real. Segundo Carvalho (2004), Friedman introduziu o conceito de Expectativas Adaptativas como uma forma dos agentes econômicos preverem o nível futuro de preços, que definiriam o salário real e, consequentemente, a decisão entre o trabalho e o lazer. Para modelar essas expectativas, Friedman recorre à hipótese de que as expectativas são formadas de acordo com a experiência vivida pelos agentes econômicos, isto é, eles formam suas expectativas sobre a inflação futura com base nos índices de inflação passados.

No que tange à política monetária, Friedman (1968) apresenta duas limitações a serem discutidas. Em primeiro lugar, a autoridade monetária não deveria controlar a quantidade de moeda para manter as taxas de juros em um certo patamar a não ser que por períodos muito curtos. Da mesma forma, a política monetária não deveria buscar controlar artificialmente a taxa de desemprego por períodos muito longos.

Com o objetivo de abaixar as taxas de juros, o FED compra títulos de dívida no mercado secundário, elevando o preço e diminuindo as taxas. Nesse processo, a autoridade monetária também aumenta a quantidade de reservas disponíveis para os bancos, assim como a quantidade de crédito bancário e, conseqüentemente, da quantidade total de dinheiro.

Ademais, uma taxa maior de expansão monetária corresponderia a taxas de juros maiores e não menores. À medida que uma maior taxa de crescimento monetário produz um aumento do nível de preços, o público acreditará que os preços continuarão subindo e os emprestadores cobrarão taxas de juros maiores. De acordo com Friedman (1968), isso explica historicamente porque taxas de juros altas e crescentes estão associadas com rápido crescimento na quantidade de moeda, e taxas de juros baixas e em queda estão associadas com um crescimento lento da quantidade de moeda.

Supondo agora que a autoridade monetária tente controlar a Taxa Natural de Desemprego a uma taxa abaixo da Natural a partir da expansão monetária, aumentando a taxa de crescimento da oferta de moeda. O efeito inicial seria abaixar as taxas de juros e estimular o gasto, provocando uma elevação da renda. No curto prazo, esse aumento na renda se traduziria no aumento do produto e do emprego, em detrimento do aumento do nível de preços. O aumento da demanda por mão de obra, por sua vez, elevaria os salários e induziria mais trabalhadores a entrarem no mercado de trabalho. Entretanto, esses trabalhadores estariam sob o efeito da “Ilusão Monetária”, pois eles não perceberiam que o aumento do salário nominal seria acompanhado de um aumento do nível de preços (*ex post*). Isso acontece porque as expectativas são formadas de forma adaptativa, isto é, com base no nível de preços do passado, e os trabalhadores acabam não incorporando o aumento dos preços gerado pela expansão monetária na formação de suas expectativas. A expectativa dos trabalhadores era de aumento do salário real, levando-os a ingressarem no mercado de trabalho, mas isso não se verifica após a elevação do nível de preços. Dessa forma, a Ilusão Monetária distorce a decisão dos agentes.

É justamente a queda *ex post* nos salários reais para os empregadores e o aumento *ex ante* para os empregados que gera o aumento do emprego. Entretanto, a queda do salário real *ex post* logo se torna perceptível e os trabalhadores percebem o aumento do nível dos preços, demandando salários nominais maiores para o futuro. Nesse caso, o nível de desemprego está abaixo do nível natural e há um excesso de demanda por trabalho. Para manter o nível de desemprego abaixo de sua Taxa Natural, a autoridade monetária deverá aumentar a expansão

monetária ainda mais. Em outras palavras, o desemprego será mantido em patamares baixos apenas por meio da inflação, no caso, a inflação acelerada.

Para os Monetaristas, a política monetária não deve ser utilizada para controlar as taxas de juros e o nível de emprego. Entretanto, Friedman (1968) reconhece que a política monetária tem efeitos importantes sobre magnitudes reais. A primeira tarefa da política monetária seria prover um pano de fundo estável para a economia. O sistema econômico funcionaria melhor se os produtores, consumidores, trabalhadores e empregadores conseguissem confiar que o nível médio de preços se comportaria de uma forma previsível no futuro, preferencialmente de uma forma altamente estável.

Outro critério importante para a política monetária é que a autoridade monetária evite alterações bruscas na condução de sua política. Além disso, ela deve considerar o atraso entre suas ações e os efeitos subsequentes na economia. As autoridades tendem a tomar suas decisões com base nas condições atuais, mas suas ações surtirão efeito na economia apenas meses depois, quando as condições podem ser completamente diferentes.

Para Friedman (1968), a prescrição correta para a condução da política monetária seria se a autoridade declarasse publicamente qual a política utilizada para atingir a taxa pretendida de crescimento da quantidade de moeda. Precisamente, a taxa de crescimento em si não é tão importante quanto a adoção de uma taxa conhecida e declarada. Juntamente, seria de grande avanço se em paralelo à essa transparência, a autoridade evitasse grandes alterações na condução da política monetária. Dessa forma, para os Monetaristas, o principal instrumento de política monetária é a definição e o controle dos agregados monetários que, por sua vez, determinarão a quantidade de moeda presente no sistema econômico, impactando o nível de preços.

Ao decidir um curso estável e se manter a esse objetivo, a autoridade monetária poderá ter uma contribuição majoritária para promover a estabilidade econômica. O crescimento estável e moderado na quantidade de moeda contribui para evitar tanto a inflação quanto a deflação. Assim, como afirma FRIEDMAN (1968, p. 16):

“It is a matter of record that periods of relative stability in the rate of monetary growth have also been periods of relative stability in economic activity, both in the United States and other countries. Periods of wide swings in the rate of monetary growth have also been periods of wide swings in economic activity”.
(FRIEDMAN, 1968, p. 16)

A atuação do FED durante a Grande Depressão, que aconteceu nos Estados Unidos entre os anos de 1929-1933, recebeu duras críticas. Friedman (1962) argumenta que a autoridade monetária americana cometeu o erro de permitir uma queda drástica no estoque de moeda, ao não salvar os bancos comerciais das corridas bancárias. A falência de inúmeros bancos ocasionou a queda do estoque de moeda. Isso, por sua vez, gerou uma queda no nível de preços e da atividade econômica, piorando a recessão. Conforme FRIEDMAN (1962, p. 48):

“The Great Depression in the United States, far from being a sign of the inherent instability of the private enterprise system, is a testament of how much harm can be done by mistakes on the part of a few men when they wield vast power over the monetary system of a country”.

Dessa forma, Friedman (1962) argumenta contra a independência do Banco Central, porque essa medida concederia grandes poderes a um pequeno grupo de indivíduos, eliminando a possibilidade de verificação pelo membros do Congresso. Assim, a autoridade monetária ficaria sujeita a um grande “risco de personalidade” (FRIEDMAN, 1962, p. 49).

1.3: Os Novos-Clássicos

Em contraste com a Era Keynesiana, na qual a concepção de teoria e política monetária emergiu da necessidade de adoção de políticas monetárias ativas para a conquista do pleno emprego, ou do Monetarismo de Friedman, alimentado pelas evidências empíricas dos teóricos keynesianos em combater a inflação dos anos 1960, a escola Novo-Clássica resultou de desenvolvimentos, sobretudo, teóricos. O objetivo dos chamados Novos-Clássicos não era o de responder a desafios colocados pela operação da política monetária, mas sim a insatisfação com os aspectos teóricos da crítica de Friedman ao keynesianismo, especialmente no que diz respeito à hipótese das expectativas adaptativas e suas implicações.

De acordo com Carvalho (2004), os Novos-Clássicos introduziram hipóteses radicais sobre a racionalidade do comportamento dos agentes econômicos e contexto no qual eles operam, que seria permeado pela disponibilidade de informações. A observação empírica deixou de ser uma fonte válida para proposições teóricas, uma vez que as proposições teóricas derivadas dos princípios de racionalidade e maximização de utilidade pelos agentes econômicos sempre prevaleceriam.

A primeira crítica conceitual dessa escola de pensamento aos postulados Keynesianos que vigoravam na época girava em torno da falta de rigor dos modelos macroeconômicos, não somente pela desconsideração de algumas variáveis e resíduos, mas principalmente na determinação de quais variáveis eram endógenas e quais eram exógenas. De acordo com os

Novo-Clássicos, essa escolha ocorria de forma viesada, com o objetivo de permitir um maior poder de intervenção do governo na economia.

A hipótese das Expectativas Adaptativas, da escola Monetarista, diz que os agentes econômicos formam suas expectativas sobre a inflação futura com base em valores passados. Os Novo-Clássicos rejeitam essa hipótese, introduzindo a hipótese das Expectativas Racionais. Para eles, as expectativas de inflação não são formadas a partir da experiência, mas sim a partir da quantidade de informações disponíveis, que permitem uma previsão probabilística dos resultados dos eventos econômicos, medidos pelos modelos de operação da economia. Dessa forma, os agentes não olham para o passado, acreditando que ele se repetirá, mas para o futuro, uma vez que confiam nos modelos nos quais o futuro se gesta. Se não acertam suas previsões, isso acontece não por uma insuficiência dos mecanismos de formação das expectativas, mas por fatores aleatórios, exógenos e que não poderiam ser previstos pelo modelo como, por exemplo, políticas discricionárias do governo. Dessa forma, a autoridade monetária deve declarar abertamente as suas medidas, com o objetivo de tornar o controle da inflação crível.

Segundo Borges (2016), a principal implicação da hipótese das Expectativas Racionais é a neutralidade da moeda, tanto no longo quanto no curto prazo. Isso ocorre porque os agentes formam suas expectativas e agem utilizando todas as informações disponíveis, não havendo erros sistemáticos de previsão. Há ainda uma versão “forte” da hipótese, segundo a qual os agentes possuem um modelo econômico em que acreditam, sabendo exatamente o comportamento da economia com base no modelo. Além disso, de acordo com essa hipótese, os agentes conseguem aprender com os erros, não cometendo erros passados.

Dessa forma, para os Novo-Clássicos somente políticas imprevisíveis e discricionárias do Banco Central teriam impactos no lado real da economia, sendo esses temporários no curto prazo. Qualquer outra medida previamente anunciada pelo Banco Central seria incorporada pelos agentes em seus modelos, antecipando quaisquer efeitos reais. Conforme explicado por Lucas (1995, p.17)

“Then main finding that emerged from the research of the 1970’s is that unanticipated changes in Money growth have very different effects from anticipated changes. Anticipated monetary expansions have inflation tax effects and induce an inflation premium on nominal interest rates. Unanticipated monetary expansions, on the other hand, can stimulate production as, symmetrically, unanticipated contractions can induce depression”.

Outra importante implicação da hipótese das Expectativas Racionais é o questionamento da existência de um *trade-off* entre inflação e desemprego, seja no curto, seja no longo prazo. Isso ocorre porque, para os Novos-Clássicos, as políticas de administração de demanda agregada não têm impacto na determinação do nível de equilíbrio da economia, uma vez que os agentes antecipam seus efeitos. Dessa forma, qualquer ação de política monetária será irrelevante, uma vez que as variações quantidade de moeda serão imediatamente antecipadas pelos agentes econômicos com um aumento no nível de preços. Somente as variações na oferta de moeda imprevistas, isto é, políticas de surpresa, geram impactos na ação dos agentes econômicos, pois elas não são captadas por meio das expectativas racionais, apesar de no longo prazo resultar em níveis de preço mais elevados.

Quanto aos ciclos econômicos, esses seriam determinados por choques exógenos de oferta causados, por exemplo, pelo progresso tecnológico e avanços na produtividade, provocando alterações nos preços relativos da economia. Durante esse período, haveria um aumento do nível de desemprego, considerado como friccional, isto é, causado enquanto os agentes econômicos reajustam suas posições e o mercado se ajusta novamente em direção ao equilíbrio. Essa capacidade de constante ajuste do mercado é chamada de *Market Clearing*, um importante pressuposto da escola Novo-Clássica, permitido pela hipótese de preços flexíveis, que possibilita rápida alteração dos preços relativos. Dessa forma, para os Novos-Clássicos, não são as alterações na quantidade de moeda que explicam os ciclos econômicos, mas os avanços tecnológicos e de produtividade.

O pressuposto de “Ineficácia da Política Monetária” fundamenta a constituição de um Banco Central independente. Pelos motivos expostos, a autoridade monetária não deve pautar sua atuação com o objetivo de alterar variáveis reais da economia. Ao contrário, deve visar balizar as expectativas dos agentes econômicos com sua preocupação centrada na estabilidade do nível de preços. Para isso, faz-se uso de metas preestabelecidas e plenamente declaradas. Dessa forma, sob um Regime de Metas de Inflação, o Banco Central declararia a meta a ser perseguida, evitando distorções no processo de formação das expectativas dos agentes econômicos, que utilizariam as informações disponíveis para realizar uma previsão probabilística dos eventos econômicos futuros. Ao perseguir essa meta, sem realizar mudanças bruscas e imprevistas na política monetária, o Banco Central contribuiria para a estabilidade do nível de preços.

1.4: Os Novos-Keynesianos

A escola Novo-Keynesiana surgiu no debate macroeconômico no final dos anos 1970, como uma reação ao movimento de afirmação do pensamento neoclássico, liderado pelos Monetaristas. A reação Novo-Keynesiana baseou-se no desenvolvimento de um modelo do tipo *supply-side economics*, ponto que também estava presente na teoria Novo-Clássica. Acrescentava-se, porém, que por conta de diversas imperfeições dos mercados o equilíbrio walrasiano não seria a norma. No arcabouço teórico dessa escola, os preços são rígidos (*sticky prices*) e não atuam como um instrumento de *Market Clearing*, seja no curto ou no longo prazo. O próprio *Market Clearing* torna-se questionável, sendo admitidas situações de equilíbrio com racionamento. Nesse sentido, o desemprego involuntário seria um exemplo típico de racionamento de oferta.

Nos modelos de *supply-side economics*, mercados estratégicos são aqueles que determinam, direta ou indiretamente, as condições de custo, isto é, preços dos fatores e disponibilidade de recursos alocáveis à produção (dotação de fatores). Dessa forma, além do mercado de bens em geral, o programa de pesquisa Novo-Keynesiano voltou-se para o estudo dos mercados de trabalho e de crédito, dada sua importância na determinação dos custos de uma economia. Surgem, então, termos conhecidos, como “*Menu Costs*”, “Salários de Eficiência”, “*Staggered Wages*” (ajuste não sincronizado de salários) e contratos de longo prazo, que ilustram o princípio da Rigidez dos Preços e do Equilíbrio com Racionamento de Oferta no mercado de trabalho. Nesse sentido, o Modelo de Racionamento de Crédito cumpre a mesma função no mercado de empréstimos bancários.

Segundo Ball e Mankiw (1994), os “Custos de Menu” referem-se aos custos que os empresários têm ao ajustar os preços de seus produtos, incluindo, por exemplo, os custos de processamento de informações, custos de decisão e custos de negociação, desestimulando os ajustes contínuos de preços todas as vezes que haja alguma variação no custo de produção. Assim, os ajustes ocorrem apenas periodicamente, quando os ganhos superam os custos de alterar o “menu”. Esse é apenas um dos motivos para os preços serem rígidos, de acordo com os Novos-Keynesianos, impedindo o *Market Clearing*. Outra importante implicação desse pressuposto de rigidez dos preços é que, em caso de um choque de demanda, os preços demoram para se ajustar, gerando um impacto positivo sobre a produção e o emprego antes do ajuste dos preços.

Outro fator que contribui para a rigidez nominal de preços são os contratos do mercado de bens e serviços. Por abrangerem mais de um período de produção, esses contratos estabelecem a periodicidade ou vigência na qual os preços estabelecidos ficarão fixos, impondo custos para alteração dos mesmos, como multas, por exemplo. Segundo a teoria dos Salários de Eficiência, as empresas podem se beneficiar ao pagar salários nominais mais altos aos seus funcionários, gerando aumento de produtividade. Isso aconteceria porque um salário nominal alto aumenta o custo de perda do emprego, estimulando o esforço do trabalhador, reduzem a rotatividade, diminuindo os custos de contratação e treinamento, e permitem que as empresas contratem os trabalhadores mais eficientes, dado que informações sobre a qualidade dos trabalhadores não são plenamente conhecidas.

Os diferentes modelos Novos-Keynesianos são construídos, considerando-se a existência de agentes racionais e maximizadores do próprio bem-estar, a formação de Expectativas Racionais, além da abordagem matemática e, sobretudo, a busca de fundamentos microeconômicos para explicar os fenômenos macroeconômicos. Uma grande diferença entre a escola Novo-Clássica e a Novo-Keynesiana reside no fato de que a última considera a existência de um regime de Concorrência Imperfeita, enquanto a primeira de Concorrência Perfeita. Isso significa que, para os Novos-Keynesianos, as falhas de mercado permitem que alguns agentes atuem como formadores de preço, e não apenas como tomadores de preço, auferindo grande poder de mercado, como no caso de monopólios, oligopólios e cartéis.

A hipótese de Rigidez dos Preços torna-se um argumento a favor de políticas monetárias ativas, sugerindo que o choque positivo de demanda por elas provocado não seria compensado, geralmente, pelo aumento do nível de preços, nem no longo prazo, como sugere Friedman, nem no curto, como sugerem os Novos-Clássicos. Dessa forma, o argumento Novo-Keynesiano passa pela demonstração de que, diante de choques expansivos de demanda, mediante política fiscal ou monetária, os preços não reagem de forma walrasiana, isto é, não sobem (como diz a escola Novo-Clássica), anulando o efeito de liquidez real da expansão.

O grupo mais influente é composto por economistas como Joseph Stiglitz, Lawrence Summers, Alan Blinder e Kenneth Rogoff. Essa escola de pensamento econômico reabilitou a Curva de Phillips como indicador do comportamento da Demanda Agregada, assim como a não neutralidade da moeda no curto prazo

. Os Novos-Keynesianos admitem a existência de assimetria de informações e da presença de fontes de incerteza que, por sua vez, abrem espaço para especulação, fragilidade

financeira e crises. Nesse sentido, a interação entre política monetária e regulação financeira se tornam muito importantes, já que ambas são definidas em um cenário marcado pelas imperfeições e falhas de mercado e devem buscar garantir um nível adequado de segurança do sistema monetário e financeiro.

O Modelo de Racionamento de Crédito, cuja sistematização mais completa se deu com Stiglitz e Weiss (1981), sustenta os dois princípios de política monetária presentes na escola Novo-Keynesiana. O primeiro, que a atuação anticíclica da autoridade monetária é recomendável e eficaz em economias sob desemprego. Já o segundo, que o mecanismo de transmissão da política monetária não passa, pela flexibilidade da taxa de juros, mas sim pelo oposto, isto é, a transmissão se explica pela rigidez da taxa de juros e pela resposta direta da oferta de crédito bancário.⁴

Podemos sintetizar as principais conclusões do Modelo de Racionamento de Crédito em algumas proposições. A primeira, que a elevação da taxa de juros pelos bancos como uma tentativa de equilibrar a oferta e demanda por crédito pode gerar o efeito da Seleção Adversa, pois ao realizar essa medida, somente as empresas envolvidas em ramos mais arriscados e, conseqüentemente, de maior retorno caso tenham sucesso, aceitarão as taxas cobradas. Dessa forma, conclui-se que a taxa de juros não é um instrumento de *Market Clearing*. Outro ponto muito relevante é que a insuficiência do crédito atua como um limite aos investimentos, permitindo que a economia atinja o equilíbrio de produto com desemprego (de mão de obra e de fatores de produção em geral). Por fim, a política monetária anticíclica é recomendável nesses casos e seu mecanismo de transmissão independe da flexibilidade da taxa de juros. Dessa forma, a transmissão se dá diretamente pela oferta de crédito, sem passar pela intermediação da taxa de juros.

Após a construção do arcabouço teórico Novo-Keynesiano, são abordadas questões pertinentes ao debate sobre independência do Banco Central. DeBelle and Fischer (1994) argumentam a existência de evidência empírica que mostra uma correlação negativa entre a inflação e independência da autoridade monetária nas economias desenvolvidas. Além disso, os Bancos Centrais devem possuir um mandato claro e restrito, a saber, a estabilidade do nível de preços. Países com duplos mandatos, como os Estados Unidos, são considerados menos independentes do que países nos quais há apenas um objetivo, como a Alemanha. Argumenta-se que isso acontece porque o duplo mandato permite uma maior discricionariedade da

⁴ Para mais detalhes sobre o tema, ver Hermann (2000) e Stiglitz e Weiss (1981).

autoridade monetária em decidir qual objetivo atingir, o que pode levar ela a permitir um nível de inflação maior em troca de redução de desemprego. Conforme foi dito anteriormente, o arcabouço Novo-Keynesiano acredita que há um *trade-off* de curto prazo entre inflação e nível de produto. Por fim, é defendido que os Banco Centrais devem ser responsabilizados por suas decisões, assim como devem declará-las publicamente. Conforme enunciado em Debelles e Fischer (1994, p. 202)

“On balance, the existing evidence suggests that Central Bank Independence is a free lunch: It brings lower inflation and lower inflation variability, at no cost in terms of lower output growth or greater output variability”

Segundo Rogoff (1985), os Bancos Centrais independentes devem colocar um grande peso ao controle da inflação nas decisões de política monetária, mas ele não deve ser infinito. Os presidentes nomeados devem possuir uma postura conservadora em relação à inflação, buscando combatê-la, mas não podem fazê-lo de forma incondicional, porque se assim fosse, todos os choques de oferta seriam repassados ao nível de emprego, com a sua redução pela elevação da taxa de juros. Assim, um pouco de espaço para discricionariedade se faz necessário para permitir respostas a esses choques. Essa é uma visão diferente da proposta por Debelles e Fischer (1994), na qual não deve haver discricionariedade na política monetária. Apesar dessa pequena discordância, é importante ressaltar que, de modo geral, para os Novos-Keynesianos a autoridade monetária deve ser independente e ter como objetivo a estabilidade do nível de preços.

1.5: O Novo Consenso Macroeconômico e o Regime de Metas de Inflação

A fundamentação teórica do Novo Consenso Macroeconômico constitui-se de uma junção de pressupostos teóricos e empíricos de diversas escolas de pensamento econômico, principalmente da Novo-Keynesiana e Novo-Clássica. As principais hipóteses que foram incorporadas no Novo Consenso Macroeconômico são as de expectativas racionais, a existência de uma taxa natural de desemprego, neutralidade da moeda no longo prazo e inconsistência temporal da política monetária.

Segundo Paulo e Saraiva (2015), o Novo Consenso Macroeconômico estabelece que uma taxa de inflação baixa e estável é uma condição para o crescimento econômico de longo prazo. Dessa forma, o objetivo da política monetária se torna atingir a estabilidade de preços. Outra característica importante do Consenso é que a discricionariedade da política monetária deve ser limitada, permitindo apenas alguma discricionariedade para acomodar choques de

oferta e evitar volatilidade excessiva do produto. A política monetária torna-se o principal instrumento de política econômica, ao passo que as demais políticas, como a fiscal, cambial e financeira, tornam-se subordinadas ao objetivo de estabilização dos preços

Mishkin (2011) sintetiza os princípios do Novo Consenso Macroeconômico, que seriam: a inflação é um fenômeno monetário; não existe *trade-off* de longo prazo entre inflação e desemprego; há inconsistência temporal na política monetária; as expectativas são um fator determinante do nível de preços; Banco Central Independente ajuda a aprimorar a eficiência da política monetária; as taxas de juros devem aumentar se houver elevação da inflação, de acordo com a regra de Taylor; âncoras nominais são importantes para a eficiência da política monetária. A formalização matemática do Novo Consenso se baseia em três equações: uma função dinâmica IS “*forward looking*”; uma curva de Phillips expectacional; e uma função de reação da política monetária com base na Regra de Taylor.

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

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

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

Em que Y_t é o produto real (conhecido também como produto corrente); Y^*t é o Hiato do Produto; i é a taxa de juros nominal; r^* é a taxa de juros real de equilíbrio; π é a inflação; π barra é a meta de inflação; G_t é algum choque de demanda; Z_t é algum choque de oferta.

É importante ressaltar que as equações descritas possuem tanto um comportamento “*forward looking*” (olhando para frente) quanto “*backward looking*” (olhando para trás), representados nas variáveis $(t+1)$ e $(t-1)$, respectivamente. Além disso, pode-se constatar que o modelo é constituído de três equações, com três incógnitas a serem determinadas simultaneamente, que são: o produto, a taxa de juros e o nível de preços. Nesse modelo, o principal canal de transmissão da política monetária sobre a demandada agregada consiste na determinação da taxa de juros.

A equação 1 representa uma função IS “*forward looking*”, segundo a qual o produto real (Y_t) é uma função do efeito defasado do produto real (Y_{t-1}), da renda futura esperada

$E_t(Y_{t+1})$, e do choque de demanda G_t , bem como depende inversamente da taxa de juros de curto prazo ($i(t)-E(t)\pi(t+1)$). Por fim, a elasticidade da IS representa a substituição intertemporal de consumo.

A Curva de Phillips Expectacional, representada pela Equação 2, reflete a relação da inflação com as demais variáveis da equação: o hiato do produto ($Y_t - \bar{y}$), além do efeito defasado da inflação (π_{t-1}), das expectativas futuras de inflação ($E_t(\pi_{t+1})$), e do choque de oferta Z_t . Nota-se que a expectativa de inflação é uma variável importante no modelo, uma vez que é utilizada como meta intermediária de política monetária. Finalmente, os choques de oferta, que geram inflação de custos e salários, variam de modo aleatório, não são serialmente correlacionados e apresentam desvios iguais a zero, o que implica que seu efeito no longo prazo sobre o nível de preços é nulo.

Na equação 3, é apresentada a regra de política monetária (Regra de Taylor), que utiliza como base a relação da taxa de juros nominal de curto prazo (o instrumento de política monetária) com a taxa natural de juros real (r^*), o hiato do produto defasado ($Y_{t-1} - \bar{y}$), as expectativas futuras de inflação ($E_t(\pi_{t+1})$), e a taxa de inflação passada (π_{t-1}).

Dessa forma, a política monetária responde a variações no produto e inflação, dados os objetivos de estabilidade de preços e do produto. Outro ponto importante é que a taxa de juros é determinada sem levar em consideração a taxa de crescimento da moeda.

De acordo com o Novo Consenso Macroeconômico, o foco da política monetária na estabilidade do nível de preços, juntamente com a adoção do Regime de Metas de Inflação, decorre dos benefícios que uma inflação baixa traz para o nível de crescimento econômico. Para Bernanke et al. (2001), a inflação baixa ajuda a promover uma maior eficiência econômica na alocação de recursos, estimulando o crescimento de longo prazo. Por outro lado, os custos de uma inflação alta seriam: uma expansão exagerada do sistema financeiro, uma vez que os agentes o utilizam para diminuir os efeitos da elevação do nível de preços sobre a posse de liquidez; aumento da fragilidade do sistema financeiro; mal funcionamento dos mercados de trabalho e de bens, uma vez que os preços relativos são distorcidos e se tornam medidas imprecisas para se comparar os valores de bens e serviços; os custos de ajustes seguidos na precificação (custos de menu), bem como o custo de monitoramento dos preços de competidores e fornecedores

Dessa forma, a grande contribuição do Regime de Metas de Inflação para a estabilidade do nível de preços seria o estabelecimento de uma âncora nominal para balizar as expectativas dos agentes econômicos em torno do nível esperado de inflação futura. Isso decorre, segundo Bernanke et al. (2001), da necessidade de estabelecer âncoras nominais em sistemas monetários fiduciários, facilitando o cálculo econômico de longo prazo. Dentro desse arcabouço teórico, o papel da autoridade monetária seria de estabelecer uma meta de inflação, comunicá-la ao público e utilizar os instrumentos de política monetária para atingir tal meta dentro de um prazo determinado, sendo o principal instrumento a taxa de juros nominal de curto prazo, assim como expressa na Regra de Taylor⁵.

Quanto à independência do Banco Central, o Novo Consenso Macroeconômico é um defensor dessa tese. Isso porque a política monetária requer um horizonte de longo prazo, pois os efeitos da política monetária sobre a produção e inflação vêm com longas defasagens. Entretanto, os políticos possuem interesses de curto prazo e podem fazer pressão sobre a autoridade monetária para reduzir a taxa de juros indevidamente, com o objetivo de estimular a produção e o emprego. Conforme foi explicado anteriormente, o Novo Consenso Macroeconômico instrui os Bancos Centrais a utilizarem o Regime de Metas de Inflação e a Regra de Taylor para determinar o nível de inflação e da taxa de juros, respectivamente, não havendo espaço para discricionariedade. Dessa forma, os Bancos Centrais devem ser independentes para não sofrerem essa pressão política de curto prazo e adotarem políticas discricionárias, que podem gerar inflação e surpreender os agentes econômicos.

Seguindo nessa linha, Cukierman (2006) argumenta a existência de uma correlação negativa entre independência da autoridade monetária e inflação, tanto nos países desenvolvidos quanto nos países em desenvolvimento. Como índices para a medida do nível de independência, utilizam-se a taxa de troca na presidência da autoridade monetária e a vulnerabilidade política do país. Já Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991) reiteram a não correlação entre independência do Banco Central e crescimento econômico nos países desenvolvidos, o que pode ser caracterizado como um “almoço grátis”, conforme foi mencionado anteriormente. Para os países em desenvolvimento, a independência da autoridade monetária está correlacionada positivamente à taxa de crescimento econômico.

⁵ Para analisar os impactos econômicos da adoção do Regime de Metas de Inflação nos países em desenvolvimento, ver Paula e Saraiva (2015).

O estudo apresentado por Alesina e Summers (1993) corrobora a evidência de que países com Banco Central independente possuem nível de inflação mais baixo, assim como variabilidade também menor. Entretanto, alega-se que as regras monetárias não são o único caminho para evitar a inflação, pois os países podem conseguir isso sem definir uma regra monetária, mas isolando o Banco Central do controle político.

Conforme abordado mais detalhadamente na próxima seção, existem várias maneiras de se analisar a questão de independência do Banco Central. Uma delas é a diferenciação entre independência de instrumento e independência de objetivo. A primeira diz respeito à capacidade de a autoridade monetária decidir quais instrumentos de política monetária utilizará para atingir os seus objetivos, sendo os mais comuns a taxa de juros e as operações de redesconto. Já a independência de objetivo significa que o Banco Central possui autonomia ou não para definir quais são os objetivos da política monetária. Isso significa, por exemplo, se o Banco Central definirá sozinho a meta de inflação ou se a decisão é feita por outra instituição. Na Inglaterra, por exemplo, a meta de inflação é definida pelo Tesouro.

Isto posto, Blinder (1999) defende a independência de instrumento, mas não a de objetivo, pois em uma democracia as autoridades políticas devem definir os objetivos da autoridade monetária, como a meta de inflação. Assim, a autoridade monetária saberia exatamente qual meta seguir, evitando a inexistência do duplo mandato de zelar pela estabilidade do nível de preços e buscar o máximo nível de emprego possível. Na Nova Zelândia, por exemplo, a meta de inflação é definida de forma conjunta pelo governo e pelo Banco Central. Feito dessa forma, há ainda um ganho em termos de respaldo democrático para a independência do Banco Central.

Com o objetivo de reduzir os ruídos sobre a relação entre independência do Banco Central e os pressupostos democráticos, Blinder (1999) sugere a nomeação do presidente da autoridade monetária pelo chefe do poder executivo, assim como é feito em diversos países, como os Estados Unidos. Além disso, é necessário que o Banco Central seja transparente em relação às suas decisões, o que, além de melhorar em termos democráticos, ajuda a balizar a expectativa dos agentes econômicos, aumentando a eficácia da própria política monetária. É importante ressaltar que a divulgação das decisões do FOMC (*Federal Open Market Committee*), por exemplo, é algo recente, feito a partir da década de 1990. Antes disso, o FOMC não divulgava seus motivos para a tomada de decisão, aumentando a incerteza sobre a direção da política monetária. Por fim, o Banco Central deve prestar contas à sociedade sobre suas

ações. Isso significa a elaboração de relatórios periódicos sobre as medidas de política monetária. Entretanto, isso não significa dar aos legisladores o poder de anular as medidas adotadas pela autoridade monetária, conforme argumentado por Blinder (1999).

1.6: Autonomia Operacional e Independência Política: análises empíricas

O debate sobre independência do Banco Central existe há décadas, conforme é possível observar através da História do Pensamento Econômico. John Maynard Keynes escreveu sobre o tema no início do século XX, Milton Friedman na década de 60 e o debate permanece intenso até os dias de hoje. A partir da década de 80, autores da ortodoxia econômica, como Kenneth Rogoff, Alex Cukierman e Alberto Alesina buscaram quantificar a questão, através de modelos econométricos para medir o grau de independência das autoridades monetárias e sua correlação com o nível de inflação. Como critério, utilizam o tempo que os presidentes dos Bancos Centrais ficam no cargo, se eles possuem mandato fixo ou não, quem os indica, como a política monetária é formulada e quais são os objetivos da autoridade monetária.

Cukierman, Webb e Neyapti (1992), após analisar uma amostra com 70 países, concluíram que, no caso dos países desenvolvidos analisados, a independência legal se mostrou um importante determinante no nível da inflação. Já para os países em desenvolvimento, a inflação se mostrou fortemente relacionada à rotatividade dos dirigentes do Banco Central. Outro estudo, apresentado por Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991) mostra a existência de uma correlação negativa entre independência do Banco Central e nível de inflação, tanto nas economias avançadas quanto nas economias emergentes, durante os anos 1970 e 1980.

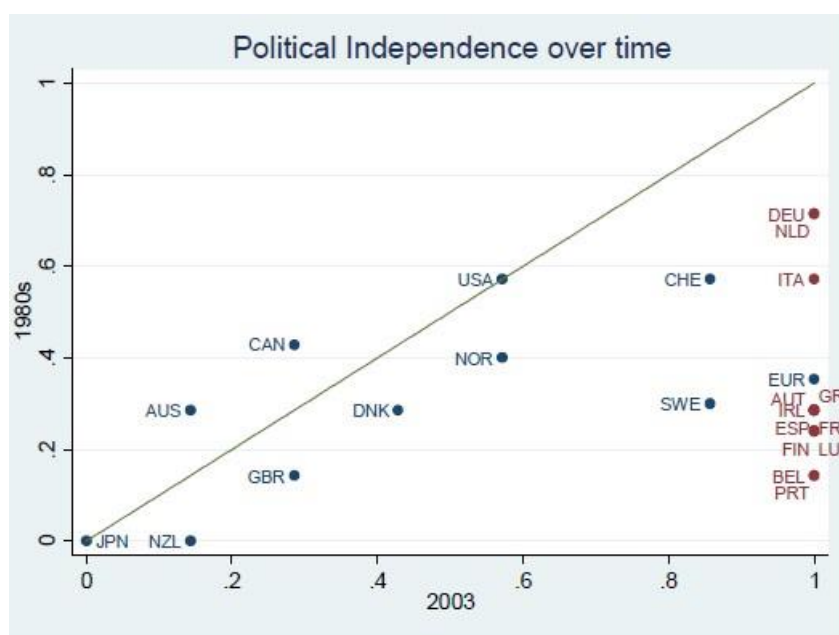
O consenso pré-crise assegurava que a independência do Banco Central era importante para controlar a inflação. Bancos Centrais independentes, de acordo com a teoria do Novo Consenso Macroeconômico, protegeriam a política monetária de pressões políticas oriundas do Congresso e evitariam pressões para o financiamento de déficits do governo. Complementar à independência do Banco Central, as metas de inflação se tornariam a base da política monetária, pois elas ancorariam as expectativas nominais, reduziriam incertezas e forneceriam maior credibilidade à autoridade monetária. Além disso, as metas serviriam como um instrumento de transparência entre o Banco Central e o público em geral, permitindo que houvesse uma avaliação de seu desempenho.

É importante ressaltar a diferença existente entre independência política e autonomia operacional. De acordo com a teoria predominante, a independência política mede o grau de

influência que os políticos eleitos têm sobre o Banco Central, seja por meio de indicação de membros para o conselho ou até mesmo influenciando na decisão das metas, enquanto a autonomia operacional diz respeito à habilidade da instituição em definir e selecionar quais serão os instrumentos de política monetária utilizados para atingir seus objetivos.

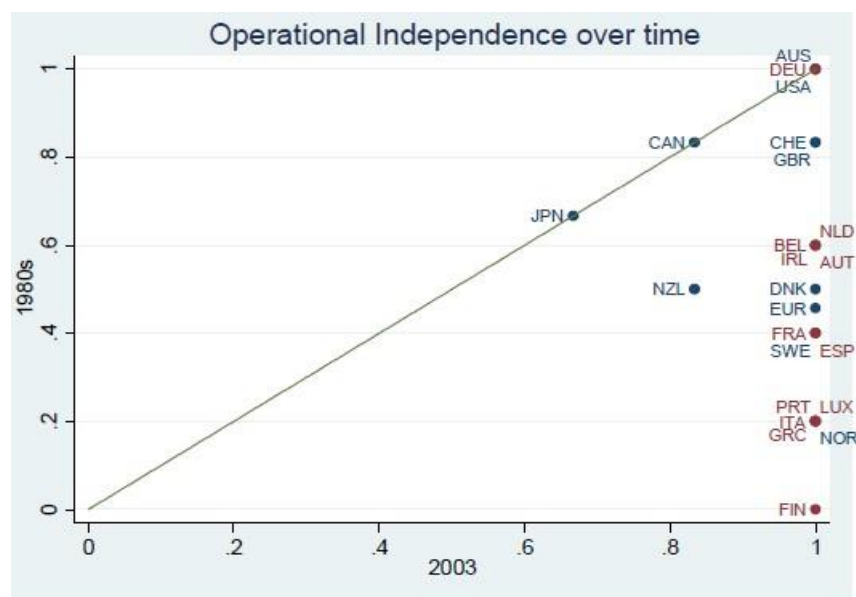
Conforme apresentado por Ball et al. (2016), a partir da década de 1980 houve um movimento dos Bancos Centrais em direção à autonomia operacional, mas com pouco avanço no campo da independência política. A maioria dos Bancos Centrais se tornou operacionalmente autônomos durante os anos 2000. Entretanto, eles não se tornaram mais politicamente independentes, com exceção para o Banco Central Europeu, da Suíça e da Suécia. O próprio Banco Central da Inglaterra se tornou operacionalmente autônomo, mas não politicamente independente, uma vez que o governo britânico é o responsável por decidir as metas de inflação e indicar novos membros ao comitê de política monetária. Os gráficos 1 e 2 buscam elucidar essa tendência.

Gráfico 1: Mudanças na independência política da autoridade monetária nas economias avançadas de 1980 a 2003



Fonte: Balls et al. (2016, p.22).

Gráfico 2: Mudanças na autonomia operacional dos Bancos Centrais nas economias avançadas de 1980 a 2003



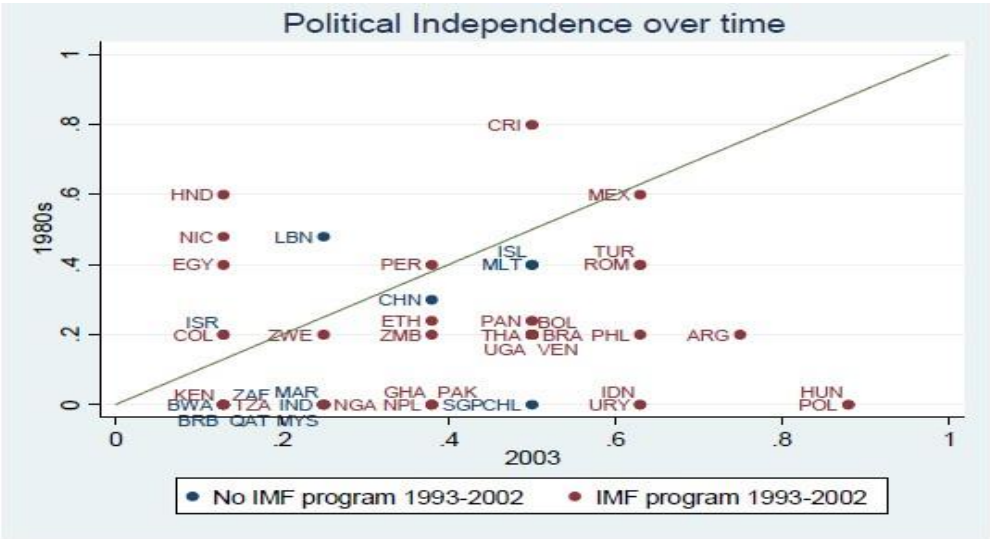
Fonte: Balls et al. (2016, p.22).

Nota-se um mesmo movimento nas economias em desenvolvimento, em direção a uma maior autonomia operacional, enquanto não houve alteração significativa na independência política. Entretanto, Balls et al. (2016) argumenta que as economias em desenvolvimento, em geral possuem instituições democráticas mais frágeis, existindo maior conflito entre os objetivos do Banco Central e os desejos da classe política. Nesses casos, a autonomia operacional pode não ser suficiente, pois o nível de interferência política sobre a atuação da autoridade monetária juntamente com a frequência de troca no comando na presidência do Banco Central, estão intimamente relacionados com o nível de inflação nas economias em desenvolvimento, conforme demonstrado por Cukierman, Webb e Neyapti (1992). Sob essa linha de argumentação, uma independência política se tornaria mais importante nesses países.

A maioria dos Bancos Centrais dos países em desenvolvimento fez avanços em direção à autonomia operacional durante os anos 1980 até os anos 2000. Somente os Bancos Centrais

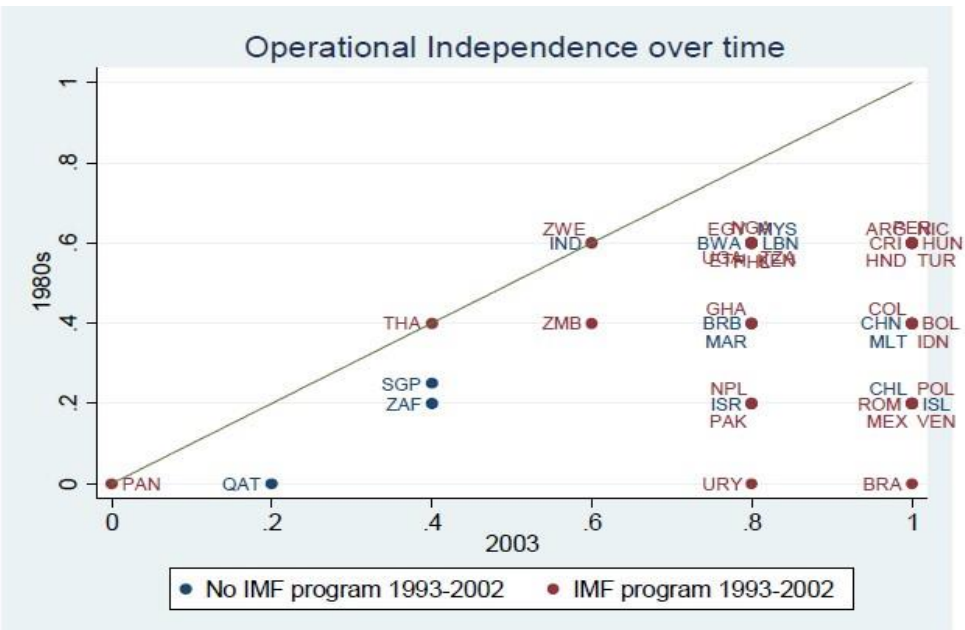
de Tailândia e Bahamas se tornaram operacionalmente menos autônomos durante o período, como apontam os gráficos 3 e 4 a seguir.

Gráfico 3: Independência política dos bancos centrais de economias em desenvolvimento de 1980 a 2003



Fonte: Balls et al. (2016, p.28-29).

Gráfico 4: Independência operacional dos bancos centrais de países em desenvolvimento de 1980 a 2003



Fonte: Balls et al. (2016, p.28-29)

Os trabalhos de autores do Novo Consenso Macroeconômico que buscaram quantificar a questão de independência do Banco Central são alvos de muitas críticas, principalmente de Pós-Keynesianos. Carvalho (1995, p.139), afirma que: “independência é, antes de mais nada, uma qualidade”. Além disso, os critérios utilizados nos modelos são muito vagos e ambíguos. Mandatos fixos não impedem renúncias. A inexistência de representantes formais do poder executivo na diretoria do Banco Central não esgota os canais de influência que o governo pode ter sobre suas decisões. Por fim, a longa duração dos mandatos do presidente da autoridade monetária pode significar, na verdade, que ele é subserviente ao poder Executivo, e não independente, não sendo, portanto, demitido do cargo.

Carvalho (1995) estende sua crítica à tese de independência do Banco Central como um todo pois, segundo ele, esse tese é a “panacéia dos anos 90”, da mesma forma que o foi a adoção de regras quantitativas foi nos anos 70 e 80. A independência da autoridade monetária é uma mera formalidade, anti-democrática, por sinal. Na Alemanha, por exemplo, o grande responsável pelo nível baixo de inflação é o consenso em torno da necessidade de garantir a estabilidade do nível de preços, dado experiências passadas com hiper-inflação.

“A tese de independência é, assim, uma posição fundamentalmente derrotista, seja porque supõe que a estabilidade seja algo a se forçar garganta abaixo, seja porque se imagine que esses processos democráticos são intrinsecamente irresponsáveis e desintegradores.”

(CARVALHO, 1995, p. 140)

Devido aos desdobramentos da crise de 2008, novos problemas foram postos frente à forma tradicional de atuação das autoridades monetárias, fazendo com que os países ao redor do mundo expandissem os objetivos e poderes dos Bancos Centrais para além da definição de metas de inflação e utilização da taxa de juros como instrumento de política monetária. Dessa forma, à medida que essas instituições tecnocratas se tornavam cada vez mais poderosas, a tese do período pré-crise de que quanto mais um Banco Central fosse independente, melhor para a política monetária, tornou-se inadequada ou, pelo menos, carecida de revisão. Evidencia-se, assim, que aquele modelo ideal de autoridade monetária proposto pela visão teórica dominante foi colocado em dúvida, e que apenas o foco na estabilidade de preços se mostrava insuficiente. Ademais, o problema enfrentado pelos Bancos Centrais no período pós-crise não foi o perigo do nível de inflação estar muito alto, mas sim ser muito baixo. (BALLS et al., 2016).

“Central Bank’s new financial stability goals and powers challenge the previous academic consensus that their Independence is an unalloyed good. Unlike monetary policy, these new powers may require the central bank to

coordinate closely with the government and other regulatory institutions, and to venture into politically treacherous areas with first-order distributional consequences such as housing policy. Some fear that central banks have become too independent and insufficiently accountable to the electorate, while others worry that the new reforms will jeopardize central bank's hard won Independence in monetary policy, diluting their focus on inflation targeting" (BALLS et al., 2016, p.6)

As origens da crise de 2008, assim como os seus desdobramentos e as políticas de reação do FED e do Banco Central Europeu serão analisados no capítulo seguinte. Por fim, no terceiro capítulo do presente trabalho, será apresentado o debate sobre independência do Banco Central após a crise financeira internacional.

Capítulo 2: Reações de política monetária frente à crise financeira de 2008

O objetivo deste capítulo é realizar uma análise da crise de 2008, em especial das reações de política monetária diante de seus efeitos deletérios sobre a economia. Na primeira seção do capítulo, apresentam-se as bases do mercado financeiro internacional no período pré-crise, marcado por forte desregulamentação financeira. Em seguida, discutem-se as origens da crise em meio à dinâmica de atuação das diversas instituições financeiras. Já na segunda seção do capítulo, analisa-se a atuação do Banco Central Europeu (ECB) e do FED (*Federal Reserve System*) frente aos desafios impostos pela crise. Por meio dessa análise, busca-se compreender como a atuação dessas instituições se relaciona com os pressupostos de Independência do Banco Central, uma vez que foram adotadas medidas de política monetária consideradas não convencionais para combater a crise, principalmente o *Quantitative Easing*, com o objetivo, inclusive, de retomar o crescimento econômico.

2.1: Origens da Crise

A crise financeira de 2008, iniciada a partir da elevação da inadimplência e desvalorização de imóveis e ativos financeiros associados às hipotecas americanas de alto risco (*subprime*), recolocou em cena o debate sobre a arquitetura do sistema financeiro internacional, seus potenciais riscos sistêmicos e seus mecanismos de supervisão e regulação, bem como sobre a atuação das autoridades monetárias frente aos desafios gerados pela crise. Uma das questões centrais remete ao fato de que instituições financeiras desreguladas e displicentemente supervisionadas passaram a constituir-se na contraparte da transferência de riscos de crédito do sistema bancário, carregando riscos crescentes.

Segundo Cintra e Farhi (2008), a configuração do sistema financeiro internacional transformou uma crise de crédito clássica em uma crise bancária e financeira de imensas proporções, conferindo-lhe um caráter sistêmico. Em uma crise de crédito clássica, o somatório dos prejuízos potenciais seria conhecido, correspondendo ao volume de empréstimos concedidos com baixo nível de garantias. Entretanto, devido à proliferação dos derivativos de crédito e dos produtos estruturados lastreados em diferentes operações de crédito, o risco foi distribuído globalmente para diversas instituições e os prejuízos, multiplicados por um fator desconhecido.

É importante ressaltar o papel da desregulamentação dos mercados financeiros no surgimento do *Global Shadow Banking System*, definido por McCulley (2007) como um

conjunto de instituições financeiras displicentemente regulamentadas e supervisionadas, sem reservas de capital, sem acesso às operações de redesconto e às linhas de empréstimos de última instância dos Bancos Centrais. Consequentemente, tais instituições tornam-se muito vulneráveis tanto a corridas dos investidores quanto aos desequilíbrios patrimoniais decorrentes da desvalorização dos ativos frente aos passivos. Essas instituições funcionam como banco sem sê-lo, captando recursos no curto prazo, operando altamente alavancadas e investindo em ativos de longo prazo e ilíquidos.

Nessa definição, enquadram-se os grandes bancos de investimento independentes (*brokers-dealers*), os *hedge funds*, os fundos de investimento, os fundos de *private equity*, os diferentes veículos especiais de investimento, os fundos de pensão e as seguradoras. No caso dos Estados Unidos, ainda podem ser considerados os bancos regionais especializados em crédito hipotecário, que também não possuíam acesso às operações de redesconto, e as agências quase-públicas (*Fannie Mae* e *Freddie Mac*), criadas com o propósito de prover liquidez para o mercado imobiliário americano.

Até o início dos anos 1970, os bancos americanos mantinham em suas carteiras os empréstimos concedidos até a data de seu vencimento. Entretanto, a partir do processo de desregulamentação financeira iniciado na mesma década e, posteriormente, com a revogação do *Glass Steagall Act*, de 1933⁶, os bancos americanos tiveram mais liberdade para se envolver em operações de securitização e de derivativos de crédito, utilizando-as como uma forma de administrar seus balanços.

De acordo com Cintra e Freitas (2008), esse contexto propiciou a formação dos chamados *full-service banking*, bancos universais com diferentes linhas de negócio, como varejo, investimento, seguro, gestão de ativos e gestão de fundos de pensão, e menos dependentes das margens líquidas das operações de empréstimos como fonte de receitas e lucros. Um ponto muito importante desse processo é que os bancos passaram a utilizar diversos ativos financeiros para criar produtos e vendê-los no mercado de capitais para instituições não bancárias, como fundos de pensão, companhias de seguro, fundos de investimento, *hedge funds* e fundos de *private equity*. Utilizavam-se, por exemplo, de recebíveis de cartão de crédito,

⁶ O *Glass Steagall Act* se refere a quatro disposições presentes na Lei dos Bancos, promulgada em 1933, que efetivamente separou as atividades dos bancos comerciais dos bancos de investimento, impedindo que os últimos tivessem acesso aos depósitos bancários.

empréstimos para compra de automóveis e hipotecas como ativos para a criação de novos produtos financeiros.

Um instrumento criado durante os anos 1980 e muito negociado foram os *Mortgage Backed Securities* (MBS), da *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae), que transformavam as hipotecas em títulos negociáveis, em meio ao crescente processo de securitização. Trata-se de uma inovação financeira que levou o mercado de capitais a um novo patamar, ao permitir que bancos e instituições financeiras negociassem e securitizassem as carteiras de crédito hipotecário.

Paralelamente à criação dos novos produtos financeiros, os bancos passaram a priorizar operações não registradas em seus balanços a criar diferentes tipos de empresa com propósitos especiais, como os veículos de investimento estruturados (*Special Investment Vehicles* – SIV). Os bancos transferiam parte de suas carteiras de crédito para esses veículos, geralmente localizados em paraísos fiscais, de forma a reduzir as exigências de capital demandadas pelos Acordos de Basileia e liberar recursos para novos negócios. O Quadro 1 abaixo explica alguns dos instrumentos financeiros que eram negociados pelos bancos, SIV's e demais instituições financeiras.

Quadro 1 – Os diferentes tipos de produtos financeiros

Ativos Subjacentes	Produtos Financeiros Estruturados ¹	Instrumentos de Transferência dos Riscos de Crédito
Crédito ao consumidor (cartão de crédito), hipotecas residenciais, hipotecas comerciais, empréstimos para aquisição de veículos e equipamentos.	<i>Asset-backed securities</i> (ABS), dentre os quais <i>mortgage-backed securities</i> (MBS), que podem ser: <i>residential-mortgage-backed securities</i> (RMBS) e <i>commercial real estate-backed securities</i> (CREBS)/(CMBS)	
Títulos de dívida, negociáveis e não-negociáveis, de empresas do setor privado e de governos, produtos estruturados, portfólios híbridos.	<i>Asset-backed securities</i> (ABS), <i>Collateralized loan obligation</i> (CLO), <i>Collateralized bond obligation</i> (CBO), <i>Collateralized debt obligation</i> (CDO), ABS CDO, CDO de CDO (CDO2), <i>Constant Proportion Debt Obligation</i> (CPDO)	<i>Credit Default Swap</i> (CDS), CDO sintético (CSO), CDS de ABS (ABCDs).

Fonte: Cintra e Freitas (2008).

Após a crise das empresas de tecnologia entre 2000 e 2002, os bancos e as instituições financeiras estavam em busca de novos ativos para negociar. A solução foi encontrada no *boom*

dos preços dos imóveis, a partir da geração de novas hipotecas, da ampliação do crédito ao consumidor e extração de *home equity* por meio de refinanciamento das antigas hipotecas. Assim, as famílias aumentaram seu nível de endividamento, financiando a expansão dos investimentos imobiliários e puxando a economia americana rapidamente da recessão, conforme explicado por Cintra e Freitas (2008).

É importante ressaltar que, após a crise das empresas de tecnologia, o FED manteve as taxas de juros baixas por um período prolongado, com o objetivo de estimular a atividade econômica. Entretanto, essa medida gerou um grande debate posterior à crise, se de fato o baixo patamar da *Federal Funds Rate* contribuiu para o surgimento da bolha imobiliária especulativa que deu origem à crise de 2008. Na visão heterodoxa, como por exemplo em Acharya et al. (2009) esse foi um dos fatores preponderantes para a expansão do crédito imobiliário concedido que, por sua vez, estimulou o processo de securitização. Já na visão ortodoxa, a atuação do FED não teve influência no surgimento da bolha imobiliária, uma vez que, segundo Greenspan (2010), a autoridade monetária controla a taxa de juros de curto prazo, enquanto as hipotecas são definidas pelas taxas de juros de longo prazo.

Simultaneamente, proliferaram no mercado financeiro transações com instrumentos financeiros lastreados em hipotecas já securitizadas, como CDO (*Collateralized Debt Obligation*), ABS (*Asset Backed Securities*), CDO Sintético, emitidos pelos SIVs. Durante a euforia, as hipotecas foram originadas e reempacotadas de diferentes formas, como MBS (*Mortgage Backed Securities*) e CDO, colocadas para classificação pelas agências de *rating* e posteriormente revendidas. Nas CDOs, as hipotecas de diferentes graus de risco foram colocadas juntas com recebíveis de cartão de crédito, recebíveis de empréstimos para a compra de automóveis, empréstimos para estudantes, entre outros. As combinações foram realizadas de modo que os ativos lastreados em hipotecas *subprime* acabaram reclassificadas como sendo de baixo risco e com alto grau de investimento. Consequentemente, a anuência das agências de classificação de risco de crédito em relação às hipotecas *subprime* viabilizou a aquisição desses produtos por investidores que inicialmente possuíam maior aversão a risco.

Diversos investidores institucionais ao redor do mundo adquiriram as *tranches* de menor risco, classificadas entre A e AAA, BB e BBB, como fundos de investimento da Coreia, Taiwan, Austrália, China, França, Alemanha e Reino Unido. Já as *tranches* de maior risco foram transferidas para os *hedge funds*, por meio de operações alavancadas financiadas pelos próprios bancos. Nesse processo, foram gerados grandes volumes de *tranches* residuais

altamente arriscadas, chamadas de *toxic waste* (“lixo tóxico”) no jargão dos investidores. Dessa forma, acabaram sendo repassadas para os SIVs. Para comprá-los, os SIVs emitiam dívidas de curto prazo, enquanto seus ativos eram de longo prazo, constituindo um processo clássico de desequilíbrio de prazos, sem regulamentação nem supervisão.

Também deve ser ressaltado o papel das agências de classificação de riscos (*rating*) na formação do *Global Shadow Banking System*. De acordo com Cintra e Farhi (2008) Essas agências auxiliavam as instituições financeiras na montagem dos “pacotes de crédito”, utilizados para lastrear os títulos securitizados, classificando-os com a melhor nota possível e garantindo que os ativos de crédito bancário pudessem ser precificados e negociados como sendo de “baixo risco”. Nota-se, assim, um grande conflito de interesses na função dessas agências, que deveriam classificar os ativos vendidos pelas próprias instituições financeiras que viriam a contratar seus serviços.

Um ponto importante a ser ressaltado é que nos SIVs a capacidade de criar liquidez está ausente, assim como o acesso às reservas dos Bancos Centrais, o que mostra sua fragilidade financeira. Assim, a estabilidade do SIV depende da liquidez bancária. Em um momento de turbulência, os ativos transferidos para os SIVs precisam ser vendidos, refinanciados pelos bancos, ou retornar para seus balanços.

“Não podendo criar moeda ao conceder crédito diretamente, os SIVs usaram esses recursos de curto prazo para assumir a contraparte das operações dos bancos, seja no mercado de derivativos, vendendo proteção contra o risco de crédito, seja nos produtos estruturados, adquirindo os títulos emitidos pelos bancos com rentabilidade vinculada ao reembolso dos créditos que concederam. Tornaram-se, então, participantes do mercado de crédito, obtendo recursos no curto prazo com os quais financiavam créditos de longo prazo, como as hipotecas e atuando como quase-bancos” (CINTRA e FARHI, 2008, página 39).

A partir de meados de 2006, o mercado imobiliário americano passou a emitir sinais de encolhimento, nos preços e nas quantidades. Segundo Torres Filho (2008), depois de ocorrer a venda de mais de 8,2 milhões de imóveis residenciais em 2005, em 2007 as vendas atingiram apenas 5,7 milhões, ou seja, houve uma queda de 30%. Acompanhando a queda na demanda, os preços das residências começaram a ceder no final de 2006. Com isso, ficou mais difícil renegociar as hipotecas *subprime*, levando a uma onda de inadimplência, pois muitos indivíduos esperavam a valorização dos imóveis para conseguirem se financiar. Outro ponto importante é que existia uma grande parte de empréstimos hipotecários com taxas de juros

flutuantes, muito baixas nos primeiros anos, mas que depois atingiram patamares elevadíssimos, dificultando seu pagamento.

Roubini (2008) estimou que, em março de 2008, havia cerca de 8 milhões de famílias cujas dívidas eram superiores ao valor de seus imóveis nos Estados Unidos. À medida que a crise foi se desenrolando, inúmeras famílias abandonaram seus imóveis e suas hipotecas, transferindo o problema para o credor, isto é, para os bancos e investidores. A crise tomou, então, dimensões de um processo clássico de deflação de ativos⁷, no qual posições devem ser vendidas para honrar os compromissos, como o pagamento de credores e os saques dos investidores.

O acúmulo das prestações atrasadas comprometeu a receita não só dos produtos financeiros de pior qualidade, chamados de *equity*, que pertenciam às SIVs, mas também as *tranches* de menor risco (AAA) que formavam as CDOs. Diante da falta de informações claras sobre o tamanho das perdas e a quantidade de derivativos de crédito “contaminados” com crédito *subprime*, diversos investidores decidiram resgatar suas posições dos SIVs. Isso deixou os grandes bancos americanos e europeus expostos ao risco, uma vez que provinham liquidez para os SIVs.

Investidores institucionais, sujeitos às regras de prudência e que carregavam apenas ativos com grau de investimento, foram obrigados a vender os ativos rebaixados. Seguradoras, agentes de seguro de crédito e investidores aumentaram as vendas de hipotecas *subprime*, derrubando seus preços. O processo de inadimplência e deflação dos preços alcançou os produtos estruturados e os SIVs. Os *hedge funds* e outros investidores institucionais altamente alavancados foram obrigados a vender seus ativos para tentar gerar liquidez e conseguir honrar com seus compromissos financeiros, forçando mais uma vez a “espiral deflacionária”, tal como observada nos anos 1930 (FISHER, 1933). Essas vendas compulsórias para se readequar às regras de financiamento conduzem ao aumento da volatilidade, que foi transmitida a outros mercados. Segundo Cintra e Freitas (2008), isso poderia levar a um círculo vicioso de vendas forçadas de ativos, bem como a um aumento das taxas de juros em diversos mercados.

Em março de 2008, a falência do quinto maior banco de investimentos americano, o *Bear Stearns*, foi evitada pela intervenção do FED, que ofereceu garantias para que o *JP Morgan Chase* o comprasse com uma grande desvalorização no preço de suas ações. Conforme

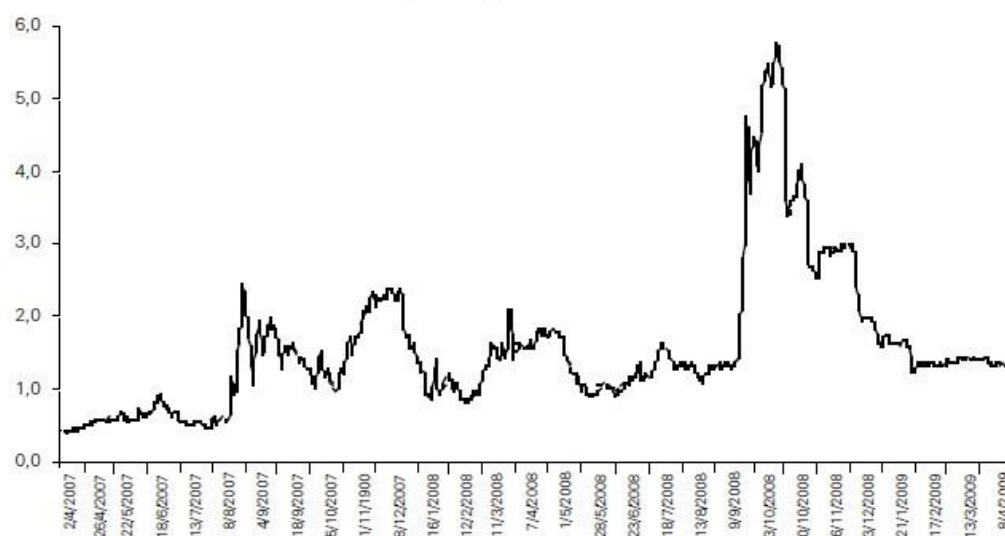
⁷ Para entender mais sobre esse processo, ver Minsky (1986).

explicado por Cintra e Farhi (2008), enquanto banco de investimentos, o *Bear Stearns* não era supervisionado pelo FED e não possuía acesso às operações de redesconto da autoridade monetária.

Em julho do mesmo ano, ocorreu a falência do *IndyMac Bank*, uma instituição especializada em crédito hipotecário. Isso gerou uma grande desconfiança sobre as duas maiores agências quase-públicas criadas com o objetivo de prover liquidez para o mercado imobiliário americano, conhecidas como *Fannie Mae* e *Freddie Mac*. Em setembro do mesmo ano, ocorreu a falência do *Lehman Brothers*, um dos maiores bancos de investimento dos Estados Unidos, sendo um marco na crise e dando a ela um caráter sistêmico.

A crise se tornou mais aguda e atingiu também o mercado interbancário. Esse momento ficou explícito no comportamento da chamada *TED Spread*, que é a diferença entre a taxa de juros dos títulos do Tesouro americano de três meses e a taxa Libor (*London Interbank Offered Rate*), referência para os empréstimos entre bancos, sofrendo uma forte elevação. Esse era um indicativo da desconfiança que pairava entre os bancos e instituições financeiras sobre quais agentes estariam expostos aos derivativos de crédito, em um montante que poderia gerar desequilíbrio patrimonial e até levando à falência. Nos termos de Minsky (1986), diversas instituições financeiras se encontravam em posição *Ponzi*. O gráfico 5 abaixo mostra a forte elevação da *TED Spread*.

Gráfico 5: *TED Spread* – Prêmio de Risco entre títulos de curto prazo americano e a taxa Libor

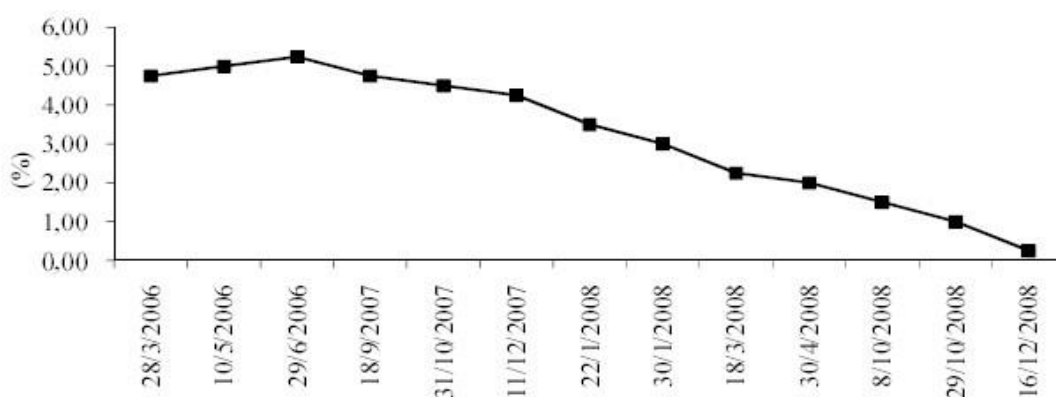


Fonte: Cintra e Farhi (2009).

2.2: A atuação do FED e do Banco Central Europeu no pós-crise

Após a deflagração da crise financeira, as primeiras medidas adotadas pelo FED se deram através dos instrumentos de política monetária tradicionais, como as operações no *Open Market*, as taxas de redesconto e a definição do nível dos depósitos compulsórios. Em setembro de 2007, o FED começou a cortar progressivamente a meta da taxa de juros dos títulos federais, até reduzi-la para a banda de 0% a 0,25% na última sessão de 2008, conforme demonstrado no Gráfico 6.

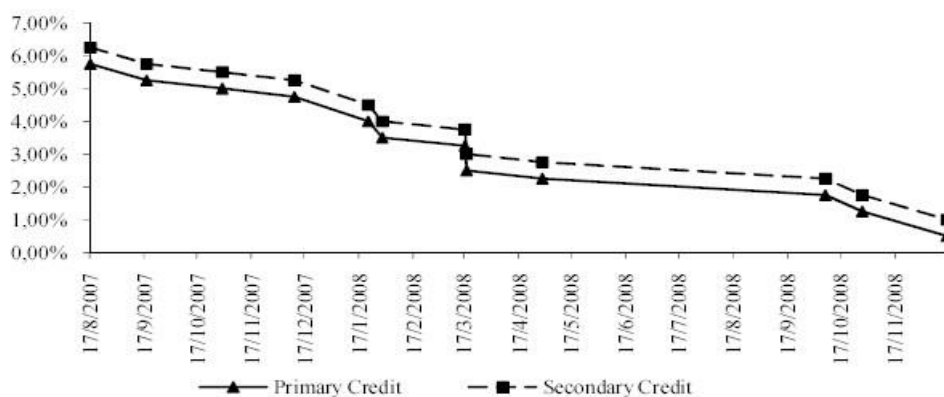
Gráfico 6: Mudanças na *Federal Funds Target Rate*, setembro de 2007 a dezembro 2008



Fonte: Bullio et al. (2009, p. 15)

O segundo instrumento tradicional de política monetária, a taxa de redesconto, caiu de 5,75% a.a em agosto de 2007 para 0,5% ao ano em dezembro de 2008. O redesconto sofreu também alterações no prazo, com o alongamento do *primary credit* de 30 para 90 dias em março de 2008. O Gráfico 7 evidencia esse acontecimento.

Gráfico 7: Taxas de Redesconto – Primary Credit e Secondary Credit – Agosto de 2007 a Dezembro de 2008



Fonte: Bullio et al. (2009, p. 16)

Por fim, o último instrumento são os três tipos de reservas bancárias: reservas compulsórias; reservas de *clearing*, para facilitar as compensações diárias; e reservas excedentes. Conforme destacado por Bullio et al. (2009), em outubro de 2008, o FED determinou que as reservas compulsórias e excedentes passassem a render juros.

Entretanto, com a continuidade e gravidade dos efeitos da crise, o FED passou a adotar medidas de política monetária consideradas não convencionais. A principal delas foi a compra de títulos privados e de dívida pública no mercado secundário americano. Essa política ficou conhecida como *Large Scale Asset Purchases (LSAP)*, chamada também de *Quantitative Easing (QE)*, que levou à maior expansão do balanço do FED desde a Segunda Guerra Mundial, conforme mostrado no gráfico 8 abaixo:

Gráfico 8: Uma visão histórica da expansão do Balanço do FED



Fonte: Ricketts e Waller (2014, p.2)

O objetivo dessa política era de estimular a economia, por intermédio da redução das taxas de juros de longo prazo dos títulos públicos, além de permitir que os investidores privados que detinham esses títulos pudessem trocá-los por dinheiro. Dessa forma, haveria uma injeção de liquidez na economia e uma valorização dos ativos (títulos públicos) de diversos bancos e instituições financeiras, reduzindo o desequilíbrio patrimonial deles.

A primeira rodada de *Quantitative Easing (QE1)* iniciou-se em março de 2009 e consistiu na compra de US\$ 1,25 trilhão em *Mortgage-Backed Securities (MBS)*, US\$ 200 bilhões em títulos de dívida de agências federais (*Fannie Mae* e *Freddie Mac*) e US\$ 300 bilhões em títulos securitizados do Tesouro de longo prazo. O objetivo era revitalizar o mercado de crédito privado, principalmente de crédito hipotecário. Por outro lado, a compra dos títulos

do Tesouro americano visava reduzir as taxas de juros de longo prazo, buscando impulsionar a retomada da atividade econômica.

Conforme foi mencionado anteriormente, a política de *Quantitative Easing* provocou uma enorme expansão do balanço do FED. É importante ressaltar também a alteração na composição dos ativos e passivos da autoridade monetária americana. Segundo Reis (2010), historicamente o passivo consistiu na moeda em circulação mais as reservas bancárias e os depósitos do Tesouro e dos Bancos Centrais estrangeiros. Após o estouro da crise e a implementação das políticas de afrouxamento monetário, o Tesouro americano passou a ser o maior credor do Banco Central, com o objetivo de financiar os programas de empréstimo. Do lado do ativo, antes da crise o balanço era composto majoritariamente por títulos do Tesouro, sendo um terço de curto prazo (*T-Bills*) e o restante de longo prazo (*T-Bonds*). Além disso, havia uma pequena quantidade de ouro e reservas estrangeiras. Entretanto, após a crise, o prazo médio dos títulos foi alongado e houve um aumento imenso nos empréstimos diretos. Esse movimento no balanço do FED pode ser analisado nos quadros de 2 a 4:

Quadro 2: Balanço do FED em Janeiro de 2007 (em bilhões de dólares)

January 3, 2007			
Assets		Liabilities and capital	
Securities held outright		Federal Reserve notes	781.3
U.S. Treasury bills	277.0	Commercial bank reserves	20.0
U.S. Treasury notes and bonds	501.9	U.S. Treasury deposits	6.2
Agency debt	0	Reverse repurchase agreements	29.7
Repurchase agreements	39.8	Other liabilities	10.6
Direct loans	1.3		
Gold	11.0	Total liabilities	847.9
Foreign reserves	20.5		
Other assets	16.7	Capital	30.6
Total	878.5	Total	878.5
Memorandum: federal funds target rate	5.25%		

Fonte: Reis (2010, p. 44)

Quadro 3: Balanço do FED em Dezembro de 2008 (em bilhões de dólares)

December 31, 2008

<i>Assets</i>		<i>Liabilities and capital</i>	
Securities held outright		Federal Reserve notes	853.2
U.S. Treasury bills	18.4	Commercial bank reserves	860.0
U.S. Treasury notes and bonds	457.5	U.S. Treasury deposits	365.4
Agency debt	19.7	Reverse repurchase agreements	88.4
Repurchase agreements	80.0	Others	56.8
Direct loans	193.9		
Gold	11.0	Total liabilities	2,223.8
Foreign reserves	579.8		
Other assets	40.3	Capital	42.2
New asset categories			
Term Auction Facility (TAF)	450.2		
Commercial Paper Funding Facility (CPFF)	334.1		
Maiden Lane	73.9		
Total	2,265.9	Total	2,265.9
Memorandum: federal funds target rate	0.0-0.25%		

Fonte: Reis (2010, p. 44)

Quadro 4: Balanço do FED em Agosto de 2009 (em bilhões de dólares)

August 19, 2009

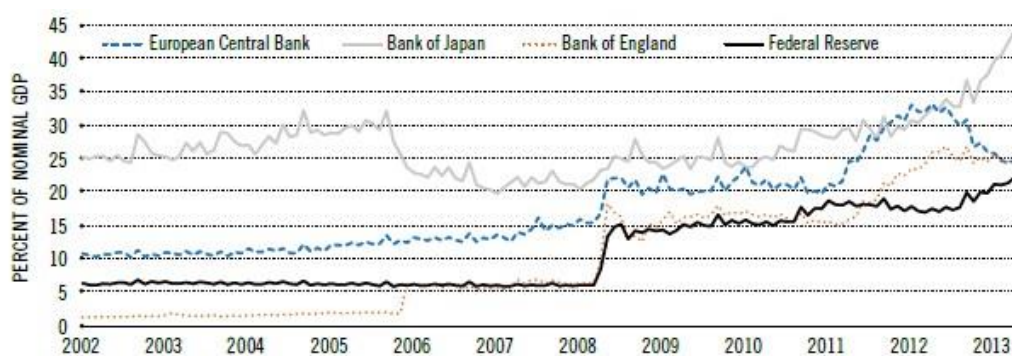
<i>Assets</i>		<i>Liabilities and capital</i>	
Securities held outright		Federal Reserve notes	871.5
U.S. Treasury bills	18.4	Commercial bank reserves	818.8
U.S. Treasury notes and bonds	717.7	U.S. Treasury deposits	240.2
Agency debt	111.8	Reverse repurchase agreements	68.4
Repurchase agreements	0	Others	14.4
Direct loans	106.3		
Gold	11.0	Total liabilities	2,013.3
Foreign reserves and other assets	76.7		
New asset categories		Capital	50.5
Term Auction Facility (TAF)	221.1		
Commercial Paper Funding Facility (CPFF)	53.7		
Maiden Lane	61.7		
Mortgage-backed securities	609.5		
Central bank liquidity swaps	69.1		
Total	2,063.8	Total	2,063.8
Memorandum: federal funds target rate	0.0-0.25%		

Fonte: Reis (2010, p. 45)

Já em 2010, havia um grande temor de que a economia americana entraria em uma espiral deflacionária, levando o FED a adotar uma segunda rodada de *Quantitative Easing* (QE2), focado na compra de US\$ 600 bilhões em títulos de dívida pública de longo prazo. Segundo Ricketts e Waller (2014), outra operação realizada pela autoridade monetária ficou conhecida como “*Operation Twist*”, que consiste na venda de títulos do Tesouro americano de curto prazo e na compra dos títulos de longo prazo, no mesmo montante. O objetivo era realizar uma pressão de baixa sobre as taxas de juros de longo prazo, mantendo a mesma quantidade de títulos no balanço do Banco Central americano.

Mesmo após a “*Operation Twist*”, os dados do mercado de trabalho não demonstravam recuperação e o FED decidiu novamente lançar mão de mais um programa de QE em setembro de 2012, focado na compra de US\$ 40 bilhões de MBS mensalmente. O resultado das políticas de “afrouxamento quantitativo” foi uma expansão de quase US\$ 3 trilhões no balanço do FED entre 2007 e 2013. O Gráfico 9 mostra o valor do balanço de quatro Bancos Centrais, comparados percentualmente ao PIB, mostrando que todos eles adotaram medidas de expansão durante a crise.

Gráfico 9: O tamanho do Balanço de quatro Bancos Centrais



Fonte: Ricketts e Waller (2014, p.2)

De acordo com Farhi (2018), a crise econômico-financeira de 2008 pode ser dividida em três fases. A primeira delas iniciou-se em meados de 2007, com a elevação da inadimplência e a desvalorização dos imóveis e ativos financeiros associados às hipotecas americanas de alto risco, o chamado *subprime*. A falência do banco de investimentos Lehman Brothers, em setembro de 2008, conferiu-lhe um caráter sistêmico. É importante ressaltar que as lições tiradas da Grande Depressão foram utilizadas na condução da política monetária no pós-crise, o que permitiu evitar a repetição de erros e equívocos de política econômica que contribuíram para o

aprofundamento da crise de 1929. Dessa forma, o receituário para combater a crise continha intensa intervenção do Estado na economia, em oposição às políticas de *laissez-faire* e do *mainstream* econômico.

Uma das principais lições tiradas da Grande Depressão foi a atuação do governo e do Banco Central para evitar a deflagração de uma espiral deflacionária (Fisher, 1933). Foi com tal objetivo que os países desenvolvidos atuaram de forma intensa e de comum acordo para socorrer bancos comerciais, instituições financeiras importantes, bem como para estimular a demanda agregada e reduzir as taxas de desemprego.

A segunda fase da crise abrangeu 2009 e o início de 2010, marcada por uma incongruência entre a retomada dos preços dos ativos, estimulada pelas políticas fiscais e monetárias adotadas no período anterior, e o forte impacto na economia real, com queda do nível de atividade econômica e alta do desemprego. Os déficits seguiram sua trajetória de crescimento diante da queda da receita ocasionada pelo baixo nível de atividade econômica. Foi igualmente nessa fase que as políticas macroeconômicas começaram a divergir entre Europa e Estados Unidos, com a primeira muito mais preocupada com o equilíbrio fiscal, enquanto o segundo em manter a trajetória de crescimento sustentado.

Já a terceira fase desenvolveu-se a partir do início de 2010 até meados de 2012. Essa fase ficou marcada por um alto risco de nova contração econômica, com grande potencial de contagiar o conjunto da economia internacional. A esperada recuperação econômica dos países desenvolvidos mostrou-se debilitada, fato acentuado pela adoção de políticas econômicas contracionistas na Europa.

O grande epicentro da crise nesse momento passou a ser a União Europeia, principalmente pela enorme desconfiança dos agentes econômicos e dos mercados na capacidade dos governos de honrarem com seus compromissos financeiros.

Surgiu, então, o acrônimo pejorativo de PIIGS com as iniciais em inglês dos países que sofreram rebaixamento da classificação do risco de crédito, como Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha. Segundo Farhi (2018), nesse período, as políticas macroeconômicas anticíclicas foram abandonadas pelos países europeus, que definiram a volta do equilíbrio fiscal como sua prioridade, a partir do diagnóstico de que a Europa padecia de excesso de gastos públicos.

Em maio de 2010, a União Econômica e Monetária Europeia (UEME) decidiu criar um fundo temporário de resgate no montante de 700 bilhões de euros, destinado a socorrer tanto a Grécia quanto outras economias europeias também consideradas frágeis. Entretanto, para receber esse auxílio, foi imposta uma cartilha de medidas de forte contração fiscal, colocando tais economias em risco de deflação. Além disso, essas medidas impossibilitaram a redução do endividamento em função da queda do PIB e das receitas fiscais.

Para compreender a forma de atuação da autoridade monetária da zona do euro no combate à crise econômico-financeira que se segue a 2008, é importante explicar a forma como essa instituição foi criada. O Banco Central Europeu (BCE) foi criado em decorrência da introdução da moeda única, possuindo total independência em relação às demais instituições nacionais e europeias. É responsável pela definição da política monetária da área do euro, por meio do manejo da taxa de juros básica comum a todos esses países.

Segundo Scheller (2004), encontra-se aqui um ponto-chave, o de que os Bancos Centrais nacionais dos países que aderiram à união monetária perderam a capacidade de formular e executar sua política monetária, função que passou a ser executada exclusivamente pelo Banco Central Europeu. Assim, esses bancos mantiveram a atribuição de regular e supervisionar a estrutura do sistema financeiro nacional, mas perderam a capacidade de emitir moeda e deixaram de executar a política cambial

Outro ponto-chave para se compreender a atuação do BCE é que o arcabouço institucional sobre o qual a autoridade monetária foi criada instituía a estabilidade do nível de preços como objetivo único e primordial dessa instituição, por exigência da Alemanha. Trata-se de uma grande diferença entre o BCE e o FED, uma vez que a instituição americana possui um duplo mandato, que consiste em garantir a estabilidade do nível de preços e buscar níveis satisfatórios de crescimento econômico.

No ano de 2012, as perspectivas sobre a zona do euro e sua moeda tornaram-se cada vez mais negativas, levando o BCE a implementar novas medidas para combater a crise na região. Em julho do mesmo ano, o presidente da instituição anunciou que o conselho dos diretores do banco havia decidido, de forma unânime, fazer tudo que fosse necessário para preservar a zona do euro, o que incluía a compra de títulos públicos dos países sob suspeita dos mercados.

Em maio de 2013, o crescimento da economia americana levou o então presidente do FED, Ben Bernanke, a anunciar a possibilidade de redução gradual do terceiro programa de afrouxamento quantitativo. Esse anúncio foi suficiente para provocar aumento das taxas de juros de longo prazo dos títulos públicos americanos e, conseqüentemente, levando o preço unitário dos ativos a sofrerem uma queda. A redução das compras de ativos iniciou-se em janeiro de 2014 e o QE3 foi encerrado no final de outubro daquele ano.

Já na União Europeia, o ano de 2014 foi marcado por discordâncias quanto às políticas que deveriam ser adotadas para retomar o crescimento. Diante da dificuldade de ultrapassar as restrições a uma política fiscal expansionista, restaria à política monetária tentar estimular o dinamismo econômico. Entretanto, devido às normas impostas pelo Tratado de Maastricht, o campo de atuação da política monetária é muito limitado na União Econômica e Monetária Europeia (UEME).

Segundo Farhi (2018), no ápice da crise da zona do euro, o Banco Central Europeu não adquiriu títulos como fez o FED e o *Bank of England* (BoE), mas optou por conceder empréstimos de até três anos aos bancos, com juros de 1% a.a, por meio das chamadas Operações de Refinanciamento de Longo Prazo (*Long-Term Refinancing Operations*). A primeira rodada foi realizada em 21 de dezembro de 2011, com o empréstimo de 489 bilhões de euros, e a segunda, em fevereiro de 2012, com empréstimos de 529 bilhões de euros.

Entretanto, diante da persistência da ameaça de deflação, em 2014 o Banco Central Europeu reduziu para 0,05% sua taxa de juros e iniciou um programa semelhante ao QE, com a particularidade de ser destinado exclusivamente à compra de títulos privados (*asset backed securities* e *collateral bonds*). O presidente da autoridade monetária, Mario Draghi, declarou estar pronto para aumentar os ativos do banco em 1 trilhão de euros.

Segundo Pozsar e McCulley (2012), em um contexto de armadilha de liquidez, os “*animal spirits*” do setor privado não podem ser revividos por uma redução das taxas de juros de curto prazo, porque não há demanda por crédito. Isso significa que efetivamente a política monetária convencional não funciona em uma armadilha da liquidez. Nessa situação, a autoridade monetária poderia financiar diretamente as despesas fiscais para sustentar a demanda e reestabelecer a trajetória de crescimento econômico. Essa ideia representa um desafio à ortodoxia, que considera que a impressão de dinheiro seria inflacionária.

Em Bernanke (2003), um discurso feito antes de assumir a presidência do FED, Ben Bernanke afirmou que o papel de um Banco Central independente difere em ambientes inflacionistas e deflacionistas. Para ele, diante da inflação, a virtude da independência do Banco Central é a capacidade da instituição de dizer “não” ao governo. No entanto, em uma armadilha de liquidez, é improvável que o excesso de empréstimos do governo e a criação de moeda constituam um problema. Nesse cenário, a cooperação entre as autoridades monetárias e fiscais é consistente com a independência do Banco Central.

Capítulo 3: O debate sobre Independência do Banco Central após a crise de 2008

Este capítulo visa realizar uma análise da literatura sobre Independência do Banco Central produzida após a crise financeira de 2008. O objetivo é notar e compreender possíveis alterações nas escolas de pensamento econômico, a saber do Novo Consenso Macroeconômico e Pós-Keynesiana, após a ampla atuação, observada no capítulo anterior, dos Bancos Centrais de diversos países envolvidos no combate aos efeitos da crise internacional, uma vez adotadas medidas não convencionais de política monetária, como a compra de ativos financeiros hipotecários e de crédito privado.

3.1 A visão do Novo Consenso Macroeconômico

A presente seção visa tratar da visão do Novo Consenso Macroeconômico sobre Independência do Banco Central após os acontecimentos da crise financeira internacional. Essa escola foi uma defensora da independência da autoridade monetária antes da crise, por acreditar que tal independência era necessária para evitar pressões políticas de curto prazo, que levariam ao aumento da inflação. Assim, o Banco Central deveria ser independente na definição de suas metas e na escolha dos instrumentos para atingi-las, com o objetivo final de garantir a estabilidade de preços. A inflação era vista como um fenômeno monetário e a taxa de juros como o único instrumento para combatê-la. Além disso, a política fiscal foi rebaixada, enquanto a política monetária foi exaltada. Dessa forma, o objetivo dessa seção é entender como se encontra o arcabouço teórico do Novo Consenso Macroeconômico, após a crise de 2008, e sua visão em relação à Independência do Banco Central, assim como os pressupostos adjacentes, como o Regime de Metas de Inflação, a Regra de Taylor, a curva de Phillips, e a Hipótese dos Mercados Eficientes. Serão utilizados como base os argumentos de Olivier Blanchard, Alan Blinder, Stanley Fischer, John B. Taylor, Kenneth Rogoff, Jaime Caruana e Jordi Galí.

Quando a bolha do *subprime* estourou, no ano de 2008, a maioria dos Bancos Centrais jogou a taxa de juros para próximo de zero. Entretanto, essa medida mostrou ser insuficiente, pois a demanda colapsou e o mercado de crédito ficou congelado, devido ao alto nível de incerteza que rondava a economia. Esse cenário trouxe complicações para a política monetária, pois de acordo com o Novo Consenso Macroeconômico o único instrumento que poderia ser utilizado era a taxa de juros, cujo patamar estava próximo de 0. Mesmo assim, a regra de Taylor simples indicava a necessidade de mais um corte de 3 a 5% a.a. nos Estados Unidos, conforme

indicado por Blanchard et al. (2010), o que não pôde ser feito, pois o limiar mínimo da taxa de juros (*zero lower bound*) havia sido atingido, limitando a atuação do FED.

Esse fato trouxe o seguinte questionamento dentro do Novo Consenso: o Regime de Metas de Inflação, acompanhado por uma política monetária guiada pela taxa de juros como seu instrumento, havia gerado um cenário de taxa de juros baixas nas economias desenvolvidas, em torno de 2% a.a. e inflação dentro da meta, o que havia sido considerado um sucesso. Entretanto, a taxa de juros nesse patamar limitou a atuação dos Bancos Centrais quando a crise de 2008 aconteceu, pois eles tiveram pouco espaço para cortar os juros. Nesse sentido, Blanchard et al. (2010) argumentam que uma alternativa seria os Bancos Centrais estabelecerem metas de inflação um pouco maiores, em torno de 4% a.a., o que, consequentemente também elevaria o patamar da taxa de juros, permitindo mais espaço para cortes em crises futuras. Nota-se, entretanto, que o argumento seria elevar a meta de inflação, e não abandonar sua utilização. Dessa forma, é possível dizer que o arcabouço do Novo Consenso Macroeconômico não abandona a importância da utilização das Metas de Inflação e regras para determinação da taxa de juros, o que também é defendido por Taylor (2017).

Entretanto, a proposição de elevar as metas de inflação para um patamar maior, com o objetivo de dar maior espaço para corte de juros em momentos de crise, não é consensual. Rogoff (2019) critica essa ideia porque há custos de uma inflação maior, como dispersão dos preços relativos, perda de credibilidade dos Bancos Centrais, pela mudança de metas estabelecidas há bastante tempo, e a dificuldade em atingir uma meta de 4% a.a., visto que os países desenvolvidos têm tido dificuldade de atingir a meta de apenas 2% a.a. Por fim, mesmo que essa nova meta fosse alcançada, o espaço de manobra da política monetária não seria suficiente frente a uma grave crise financeira ou recessão profunda.

Com o objetivo de reestabelecer a eficácia da política monetária quando o limiar mínimo da taxa de juros for atingido, Rogoff (2019) sugere a utilização de taxas de juros negativas, como tem sido feito na Europa e no Japão. A redução da taxa de juros para o campo negativo estimula o aumento do preço de ativos, como ações e casas, estimula a inflação e o crescimento e pode ajudar a retomar o emprego e a renda. Quanto à independência do Banco Central, Rogoff (2019) permanece convicto de sua eficácia nas últimas décadas para manter a inflação dentro da meta e em um patamar baixo, sem impor riscos para a estabilidade da moeda.

O debate sobre discricionariedade e regras para a política monetária sempre dividiu os economistas. O Novo Consenso Macroeconômico é claro nesse ponto, defendendo a utilização

de regras para a determinação da taxa de juros, como a Regra de Taylor, e metas para a inflação. Dessa forma, a política monetária deve ser guiada por regras e metas, sem espaço para que o presidente do Banco Central tome decisões discricionárias. Com isso, busca-se também reduzir interferências políticas na autoridade monetária, aumentando a independência do Banco Central. Seguindo essa linha de raciocínio, Taylor (2016) sugere a consolidação de regras para a condução da política monetária através da implementação de uma legislação sobre o tema. Segundo o modelo proposto, o Banco Central deve ser obrigado por lei a seguir uma regra, e torná-la clara para o público, mas cabe à autoridade monetária decidir qual regra utilizar. É possível desviar da regra se as circunstâncias exigirem, mas o presidente do Banco Central deve explicar os motivos que pudessem levar a isso.

Antes da crise de 2008, a Política Fiscal havia sido rebaixada pelo Novo Consenso Macroeconômico. Entretanto, após a política monetária ter atingido o seu limite para combater os efeitos da crise, conforme explicado no parágrafo anterior, outras medidas tornaram-se necessárias, como a política de *Quantitative Easing*, considerada uma medida *quase-fiscal*, e o gasto público propriamente dito. Esse fato abriu espaço para o reconhecimento, por parte do Novo Consenso, da importância da Política Fiscal como um importante instrumento anticíclico, conforme defendido por Blanchard et al. (2010). Entretanto, é possível notar que tal proposta é realizada com vários condicionantes. O primeiro consiste em que o déficit público somente pode ser utilizado como medida anticíclica em momento de crise e baixa demanda agregada. Além disso, a disciplina fiscal não deve ser abandonada e os momentos de crescimento econômico devem ser utilizados para realizar superávit-primário e reduzir a relação dívida/PIB. Somente assim haveria espaço para aumentar os gastos em momento de necessidade.

Seguindo essa linha de raciocínio, Galí (2018) também defende a eficácia da política fiscal quando a política monetária se esgota ao atingir o limiar mínimo da taxa de juros. Entretanto, argumenta-se que a política fiscal via gasto público possui um efeito expansivo maior, pois gera pressões inflacionárias, diminuindo a taxa de juros real, ao passo que corte de impostos e outras políticas do lado da oferta geram pressões deflacionárias, aumentando a taxa de juros real e uma queda na demanda agregada.

O surgimento da bolha imobiliária do *subprime*, cujo estouro deflagrou a crise de 2008, levou o Novo Consenso Macroeconômico a repensar o papel da regulação no sistema financeiro. Até então, a regulação e as medidas de estabilidade do sistema financeiro eram limitadas e focavam em instituições individuais e no seu risco de virem à falência. Não havia

uma mensuração do risco de uma quebra do sistema como um todo. Devido a esse foco, essas medidas receberam o nome de Microprudenciais. Entretanto, quando a crise financeira internacional foi deflagrada, os Bancos Centrais perceberam que não somente alguns bancos de investimento estavam em perigo, mas todo o sistema financeiro, como seguradoras, fundos de investimento e bancos comerciais, o que poderia levar à economia mundial ao colapso. Essa falta de visão macroeconômica do risco sistêmico foi apontada por Blanchard et al. (2010), que reconheceram a limitação das medidas microprudenciais.

Ainda não há um consenso sobre as medidas Macroprudenciais e quais são os seus instrumentos e objetivos, mas o reconhecimento de sua necessidade por parte do Novo Consenso Macroeconômico já um grande avanço. De acordo com Caruana (2010), o objetivo das Medidas Macroprudenciais é promover a estabilidade do sistema financeiro como um todo, ao analisar as exposições e conexões entre todas as instituições que compõem tal sistema, e não somente de bancos. Além disso, é reconhecida a existência de uma pró-ciclicidade do sistema financeiro e busca-se reduzi-la. Uma maneira para tal é obrigar as instituições a construírem colchões de liquidez em momentos de expansão econômica, o que também pode reduzir a tomada de posições mais arriscadas. Assim, nos momentos de crise, esses colchões podem ser utilizados para amortecer os impactos sobre o sistema financeiro. Outros exemplos de instrumentos de política Macroprudencial são o quociente de *Loan-to-value*⁸ e limite à exposição em moedas estrangeiras.

Apesar da adoção de medidas Macroprudenciais ser bem aceita no Novo Consenso Macroeconômico, permanece relativa discordância sobre se a estabilidade do sistema financeiro deve ser um dos objetivos da política monetária e, conseqüentemente, sob a responsabilidade do Banco Central, ou se tal objetivo deve continuar a ser exclusivamente a estabilidade do nível de preços. Para Caruana (2010), a crise financeira internacional mostrou que a política monetária voltada para a estabilidade de preços não é suficiente para garantir a estabilidade financeira. A política monetária não deveria tratar o preço dos ativos e os ciclos de crédito como exógenos quando eles, na verdade, são influenciados pela política vigente. Assim, a política monetária não deve se contentar em controlar a inflação, mas também deve levar em conta a

⁸ *Loan-to-value* é uma avaliação utilizada por bancos para calcular o risco envolvido na concessão de uma hipoteca. Para chegar no resultado, divide-se o valor da hipoteca pretendida pelo preço do imóvel que será utilizado como garantia. Dessa forma, quanto maior o valor do quociente, maior será o risco envolvido na transação.

expansão do crédito e do preço dos ativos, com o objetivo de promover a estabilidade financeira e, para isso, as medidas macroprudenciais são fundamentais.

Seguindo na mesma direção, Blanchard et al. (2010) argumentam que a taxa de juros é um instrumento inadequado para lidar com o excesso de alavancagem, com o risco excessivo e quando o preço dos ativos desvia dos fundamentos. Para lidar com essas questões, as medidas macroprudenciais devem ser utilizadas. Assim, se a avalancagem parecer excessiva, os quocientes de capital regulatório podem ser aumentados; se a liquidez estiver muito baixa, os quocientes de liquidez podem ser introduzidos; para frear o crescimento no preço das casas, os quocientes de *loan-to-value* podem ser diminuídos. Isso deixa claro que a taxa de juros deve ser utilizada como uma resposta ao nível de atividade agregada e inflação, enquanto os instrumentos específicos mencionados devem ser utilizados para tratar questões de financiamento e problemas nos preços dos ativos. Por fim, para coordenar a política monetária com as medidas Macroprudenciais, o Banco Central é um forte candidato para executar as duas tarefas, pois essas instituições estão muito bem posicionadas para monitorar as instituições financeiras e o ciclo econômico, conforme defendido por Blanchard et al. (2010).

Por outro lado, Taylor (2016) defende que o objetivo principal da autoridade monetária deve ser garantir a estabilidade do nível de preços, a partir das Metas de Inflação ou algum outro método, e a taxa de juros deve ser utilizada para tal sendo, portanto, o único instrumento da política monetária. A ampliação dos objetivos da política monetária pode reduzir as bases para a independência do Banco Central. Taylor (2016) não busca diminuir a necessidade da regulação ou das medidas prudenciais, mas argumenta que elas devam ser conduzidas por outras instituições governamentais que não o Banco Central.

Abordando mais especificamente a questão da independência do Banco Central, existem diversas maneiras de realizar a análise. A mais comum é a distinção entre independência de meta e independência de instrumento. A primeira diz respeito à autonomia do Banco Central em determinar a meta de inflação a ser buscada pela política monetária. Já a última refere-se à independência do Banco Central em escolher quais instrumentos utilizará para atingir tal meta. Esses critérios são utilizados por Fischer (2015) na discussão sobre independência do Banco Central. Entretanto, também é possível analisar esse debate sob a ótica da independência *de facto* e independência *de jure*. Para Taylor (2016), a legislação para estabelecer a independência do Banco Central é importante, mas não é suficiente. Isso porque a legislação não foi capaz de

impedir oscilações entre políticas baseadas em regras e políticas discricionárias, que ocorreram sem nenhuma alteração na base legal de independência do Banco Central.

É importante ressaltar que também ocorreram oscilações na independência *de facto*. Meltzer (2012) argumenta que o FED reduziu sua independência, ao adotar as medidas não convencionais para combater os efeitos da crise de 2008, pois elas envolveram alocação direta de crédito, acréscimo do balanço com ativos de risco e priorizou o nível de emprego. Além disso, na sua visão, houve um distanciamento da adoção de regras e maior discricionariedade na condução da política monetária, a partir da adoção das medidas não convencionais. Em concordância com esse argumento, para Taylor (2016), há uma grande correlação entre as oscilações na independência *de facto* da autoridade monetária e a maior ou menor adesão de políticas baseadas em regras.

Segundo Reis (2010), apesar de o aumento das reservas bancárias pela adoção das políticas de *Quantitative Easing* pelo FED não ter gerado inflação, a enorme expansão do seu balanço, o aumento colossal dos empréstimos do Tesouro e a compra de ativos de risco impõem perigo à independência da política monetária em relação à política fiscal. Isso, por sua vez, pode levar a uma redução da independência da autoridade monetária pela maior pressão das autoridades fiscais.

A partir da abordagem pela distinção de independência de meta e independência de instrumento, Fischer (2015) argumenta que, apesar do período pós-crise de 2008 ter apresentado uma inflação baixa, reduzindo a preocupação imediata com o viés inflacionário, ações que visem comprometer a independência de instrumento do Banco Central são perigosas. Segundo o autor, a ancoragem das expectativas de inflação foi resultado de uma grande luta no processo de desinflação dos anos 1980 e das subsequentes políticas adotadas pelo FED. Assim, a preocupação com eventuais interferências na política monetária continua válida tanto em casos de inflação baixa quanto de inflação alta.

Um ponto presente na literatura do Novo Consenso antes da crise de 2008 e reforçado posteriormente é a importância da transparência da autoridade monetária. Na visão dessa escola, os Bancos Centrais devem divulgar suas decisões, de forma clara e acessível, com o objetivo de reduzir as incertezas em relação à continuidade da política monetária e balizar as expectativas dos agentes econômicos. A autoridade monetária também deve prestar contas e ser transparente também em relação às suas operações, como a de *Open Market*, operações com derivativos no mercado de câmbio e, principalmente, nos programas de *Quantitative Easing*,

no caso dos Bancos Centrais que engajaram-se em tais programas, como o FED e o Banco Central Europeu. Conforme foi explicado anteriormente, o *Quantitative Easing* baseia-se na compra de títulos privados, derivativos, mercado de crédito privado, entre outros ativos, política essa considerada incomum no âmbito das autoridades monetárias antes da crise de 2008. Justamente por serem não convencionais, essas operações devem ser transparentes ao público, de acordo com Fischer (2015). Outro ponto importante da transparência e prestação de contas do Banco Central é que essas medidas podem ajudar a reduzir conflitos com as instituições políticas, como o Congresso e o Poder Executivo, blindando a autoridade monetária de pressões políticas.

Nota-se, no pensamento de Blinder (2012), que no caso de uma economia operar sem uma grave crise financeira, a linha de separação entre Tesouro Nacional e Banco Central deve ser muito bem limitada e tão inviolável quanto possível. A justificativa para a independência do Banco Central continua sendo evitar pressões políticas de curto prazo para elevar a inflação. Entretanto, a crise financeira global de 2008 impôs grandes desafios para a autoridade monetária, exigindo um conjunto de medidas inéditas por parte do Banco Central e gerou uma maior coordenação dessa instituição com o Tesouro americano, cooperação esta que foi tanto desejável quanto inevitável.

Com o objetivo de entender a defesa dessa maior proximidade entre a autoridade monetária e o Tesouro Nacional, pode-se elencar alguns pontos, conforme apresentado em Blinder (2012). Em primeiro lugar, durante uma grande crise econômica sem viés inflacionário, o objetivo do Banco Central de combater a inflação se altera, pois fazê-lo em momentos de crise é desnecessário e pode ser até contraproducente, ainda mais se uma depressão é iminente.

Em segundo lugar, a autoridade monetária deve tomar medidas para evitar o colapso do sistema financeiro, objetivo que coincide com o do Tesouro. Assim, essa combinação de urgência com uma coincidência de objetivos demanda cooperação entre as duas instituições, mesmo que elas possuam estilos operacionais, capacidades e alcances legais diferentes. O terceiro motivo para uma maior cooperação é tentar acalmar os mercados em pânico. A necessidade de uma ação coordenada possui dimensões operacionais, políticas e até psicológicas. Uma quarta razão para a cooperação entre Banco Central e o Tesouro reside nas operações “quase-fiscais” (*quasi-fiscal operations*). Esse termo indica que a separação entre política monetária e política fiscal já não é tão nítida. Empréstimos de última instância em larga escala e a compra massiva de ativos financeiros, como ocorreu nos Estados Unidos e na Europa

após a crise de 2008, podem ser considerados um tipo de gasto e, por essa razão, uma maior coordenação com o Tesouro Nacional seria necessária.

Para Blinder (2012), durante o período pós-crise, o Banco Central deveria aos poucos se desengajar do Tesouro e gradualmente reestabelecer sua independência operacional. A partir do momento que os efeitos da crise se arrefeceram, o Banco Central pôde focar novamente na política monetária, ao invés de se envolver em operações de resgate de emergência, pois o número de casos de instituições financeiras em risco de solvência diminuiu.

Conforme foi mencionado anteriormente, a crise financeira internacional levou os Bancos Centrais a tomarem medidas não convencionais de política monetária, as chamadas políticas quase-fiscais, de compra de títulos de dívida pública e privada no mercado secundário. Por meio das políticas de *Quantitative Easing*, diferentes tipos de ativos foram alocados no balanço dos principais Bancos Centrais do mundo, como o FED e o Banco Central europeu. Ficou a grande questão se essas medidas estariam infringindo os pressupostos de independência do Banco Central, pois elas possuem um forte caráter fiscal. Além disso, a autoridade monetária cooperou significativamente com o Tesouro para salvar instituições financeiras e comprar uma imensa quantidade de dívida pública, mesmo que no mercado secundário. Por fim, houve uma enorme pressão do Congresso e do poder Executivo sobre o presidente do FED à época, o que poderia prejudicar a independência *de facto*.

Com o objetivo de elucidar essas questões, Blinder et al. (2017) realizou duas pesquisas entre fevereiro e maio de 2016, com presidentes e diretores de 95 Bancos Centrais, obtendo uma resposta de 58%. Dezesseis dessas respostas vieram de membros de autoridades monetárias de economias avançadas (“AE’s), trinta e duas de integrantes do BIS, doze de demais países. Também participaram dessa pesquisa 159 membros da academia, principalmente dos programas *National Bureau of Economic Research* (NBRE) e *Center for Economic Policy Research* (CEPR). 101 desses residem nos Estados Unidos, 31 na zona do euro, 14 no Reino Unido e 13 em outros países europeus. Dessa forma, enquanto a amostra de acadêmicos ficou concentrada nos EUA, Reino Unido e Zona do Euro, a amostra dos membros dos Bancos Centrais foi mais diversificada. Como conclusão, mostram que a percepção geral dos diretores e presidentes dos Bancos Centrais foi a de que não houve perda nem ganho em termos de independência do Banco Central durante a crise. Já entre a comunidade acadêmica, 40% dos entrevistados acreditavam que a autoridade monetária perdeu um pouco de sua independência, conforme demonstrado na Tabela 2 abaixo:

Tabela 2: Independência do Banco Central durante a crise

	Governors		Academics	Chi-sq.	
	All	AEs		vs. all	vs. AEs
CB independence was _____ during the crisis ($N_G=54, N_A=158$)				34.8***	15.0***
Gained	13.0	0.0	5.1		
Neither gained nor lost	79.6	93.8	43.0		
Lost a little	1.9	6.3	40.5		
Lost a lot	1.9	0.0	4.4		
Difficult to say	3.7	0.0	7.0		

Notes: Percentages of number of responding governors or academics. *** denotes significance at the 1% level, calculated using Chi-squared tests for the independence of responses of governors and academics. N_G/N_A denotes number of responding governors/academics. *Source:* Authors' calculations based on survey among central bank governors conducted in 2016.

Fonte: Blinder et al. (2017, p. 38)

Quanto à independência das autoridades monetárias no futuro, a comunidade acadêmica se mostrava mais preocupada, com 46% dos entrevistados dizendo que ela estaria um pouco ameaçada. Já para os diretores e presidentes dos Bancos Centrais, 62% acreditavam que a independência não estaria ameaçada, conforme mostrado na tabela 3 abaixo.

Tabela 3: Independência do Banco Central no futuro

	Governors		Academics	Chi-sq.	
	All	AEs		vs. all	vs. AEs
CB independence is threatened _____ ($N_G=55, N_A=159$)				75.4***	25.4***
None	61.8	50.0	13.2		
A little	10.9	12.5	46.5		
A moderate amount	7.3	18.8	27.7		
A lot	1.8	0.0	9.4		
Too early to judge	18.2	18.8	3.1		

Notes: Percentages of number of responding governors or academics. *** denotes significance at the 1% level, calculated using Chi-squared tests for the independence of responses of governors and academics. N_G/N_A denotes number of responding governors/academics. *Source:* Authors' calculations based on survey among central bank governors conducted in 2016.

Fonte: Blinder et al. (2017, p. 40)

Blinder et al. (2017) procuraram mostrar a percepção de presidentes e diretores dos Bancos Centrais e membros da academia sobre a independência da autoridade monetária antes e após a crise de 2008. Já De Haan e Eijffinger (2016) mediram se de fato houve uma redução da independência *de jure* dos Bancos Centrais após a crise financeira internacional e os resultados mostram que, na verdade, caminhou-se na direção oposta, conforme mostrado na tabela 4 abaixo.

Tabela 4: Independência *de jure* antes e depois da Crise Financeira Internacional

IMF-Aggregate	1995-2007	2008-2010
Advanced economies	0.57	0.59
Commonwealth of Independent States	0.60	0.70
Emerging and Developing Asia	0.46	0.59
Emerging and Developing Europe	0.67	0.83
Latin America and the Caribbean	0.63	0.66
Sub-Saharan Africa	0.41	0.42

Fonte: De Haan e Eijffinger (2016, p. 16)

Buscou-se tratar, nesta seção, a visão pós-crise de 2008 de autores do Novo Consenso Macroeconômico sobre a independência do Banco Central, assim como algumas questões adjacentes, a exemplo do Regime de Metas de Inflação, a adoção de medidas Macroprudenciais e a retomada da importância da política fiscal como medida anticíclica. Nota-se que ainda há um consenso sobre a necessidade de um Banco Central independente e a adoção de regras para a política monetária, mesmo que a crise financeira internacional tenha exigido medidas não convencionais e colocado em xeque a eficácia da política monetária, ao atingir o limiar mínimo da taxa de juros. Dessa forma, é possível dizer que para o Novo Consenso Macroeconômico a independência do Banco Central continua sendo uma medida fundamental para garantir a estabilidade do nível de preços. Entretanto, não há um consenso sobre algumas questões, a saber, a forma de adotar as medidas Macroprudenciais, o escopo dos objetivos da política monetária e a retomada da importância da política fiscal. Mesmo continuando forte após a crise de 2008, o arcabouço do Novo Consenso Macroeconômico sem dúvida sofreu grandes turbulências, colocando sob questionamento pressupostos anteriormente defendidos fortemente.

3.2 A crítica Pós-Keynesiana

Nesta seção do capítulo, apresenta-se, como contraponto à discussão anterior, a visão de autores Pós-Keynesianos sobre Independência do Banco Central à luz dos acontecimentos pós-crise financeira internacional. Nota-se que a crítica consiste em argumentos contra a independência da autoridade monetária, mas também há grandes questionamentos sobre o arcabouço teórico do Novo Consenso Macroeconômico, responsável pela implementação do Regime de Metas de Inflação em diversos países. Como embasamento teórico desse capítulo, foram lidos autores como Philip Arestis, Malcolm Sawyer, , Joseph Halevi, Sheila Dow e Randall Wray.

O debate sobre Independência do Banco Central não se restringe a questões relacionadas diretamente à independência operacional e política da autoridade monetária, mas envolve também todo o arcabouço teórico construído para se defender tal tese. Dessa forma, a presente seção desse capítulo se inicia com críticas diretas aos pressupostos utilizados para defender a Independência do Banco Central. É importante ressaltar que essas críticas não sofreram grandes alterações após a crise de 2008 por parte dos Pós-Keynesianos.

O primeiro questionamento refere-se à Curva de Phillips. Segundo Sawyer (2010), ela representa uma visão simplista da inflação, pois desconsidera o impacto dos custos (mesmo que os teóricos do Novo Consenso Macroeconômico defendam que eles são refletidos no termo aleatório da Regra de Taylor), ignora questões de distribuição de renda e não considera o salário real. Além disso, o que prevalece no arcabouço do Novo Consenso Macroeconômico é uma versão aceleracionista da Curva de Phillips, significando que se o nível de desemprego estiver abaixo da sua “taxa natural”, isso pode gerar não somente inflação, mas também uma inflação acelerada, caracterizando um receio de que política voltadas para o emprego podem gerar hiperinflação.

Após a crise de 2008, diversos Bancos Centrais, como o FED e o Banco Central Europeu, engajaram-se em políticas de estímulo monetário, com o objetivo de incentivar a retomada do crescimento econômico. Uma quantidade enorme de liquidez foi colocada na economia por meio das políticas de QE, nos Estados Unidos e Europa. Entretanto, mesmo com grandes estímulos monetários, não se verificou inflação crescente e, muito menos, pressões hiperinflacionárias, evidência empírica que pode questionar tanto a curva de Phillips quanto a visão da inflação como fenômeno monetário, ambos defendidos pelo Novo Consenso Macroeconômico.

Voltando à crítica da Curva de Phillips aceleracionista, ela é utilizada como um dos argumentos que sustentam a defesa por um Banco Central independente. O Novo Consenso enxerga a inflação como fenômeno monetário e prescreve a taxa de juros como o instrumento para conter a inflação e evitar que ela acelere. Assim, o aumento da taxa de juros leva a uma redução da demanda que, por sua vez, impacta o nível de preços. De acordo com essa visão, a autoridade monetária deve agir de forma conservadora, com objetivo de garantir a estabilidade de preços, pois os políticos podem tentar realizar medidas de curto prazo para aumentar o emprego, gerando pressões inflacionárias. Dessa forma, o papel do Banco Central deve ser o de ancorar a expectativa dos agentes econômicos em relação à inflação o que, por sua vez,

impacta a inflação corrente. Para isso, ele deve ter um objetivo (controle da inflação) e um instrumento (taxa de juros).

Entretanto, essa visão é criticada por autores Pós-Keynesianos. Arestis e Sawyer (2008), por exemplo, questionam a eficácia da taxa de juros como instrumento utilizado para conter a inflação, pois revelam que uma elevação de 1 p.p. na taxa de juros nominal gera um impacto de apenas 0,1 e 0,2 p.p. na inflação, enquanto gera grandes efeitos negativos sobre o nível de produto. Além disso, faz-se necessária uma abordagem mais sofisticada para entender a inflação, do que aquela proporcionada pela Curva de Phillips, considerada simplista para os Pós-Keynesianos, uma vez que não considera a distribuição de renda e conflitos distributivos. Por fim, argumenta-se que a taxa de juros, mantida em nível baixo pelo FED no início dos anos 2000, ajudou a inflar o preço dos ativos e gerou a bolha imobiliária que deu origem à crise financeira internacional. É importante ressaltar que essas críticas estão presentes na literatura Pós-Keynesiana tanto no período pré-crise de 2008 quanto no período subsequente a ela.

O grande pilar do Novo Consenso Macroeconômico em termos de prescrições para a política monetária é o Regime de Metas de Inflação e a utilização da Regra de Taylor. Esse arcabouço recebeu inúmeras críticas dos autores Pós-Keynesianos. É possível dizer que a grande crise financeira internacional exacerbou as críticas em relação ao NCM, principalmente por ele ter como base a Hipótese dos Mercados Eficientes, segundo a qual os mercados se ajustam constantemente e a formação de bolhas financeiras é um tanto quanto improvável.

Arestis (2009) critica a Hipótese dos Mercados Eficientes e defende que a sua utilização pode levar a graves erros na condução da política monetária. Isso acontece porque essa hipótese defende que os Bancos Centrais não devam interferir no funcionamento do mercado financeiro. Assim, os Bancos Centrais preferiram lidar com as consequências da explosão de tais bolhas e minimizar os efeitos sobre a economia, do que engajar em políticas para desarmá-las. Essa posição foi defendida por Greenspan (2010).

Outra crítica de Arestis (2009) ao arcabouço teórico do NCM remete à falta de representação de bancos na regra de Taylor e pela dependência da chamada Taxa de Juros de Equilíbrio. Essa é a taxa que proporciona um *gap* do produto igual a zero e inflação constante. Ela é usualmente comparada à taxa de juros “Natural” Wickselliana. Entretanto, a sua estimativa é algo muito impreciso, pois há poucas evidências empíricas de sua existência. Outro problema é que a própria teoria de Wicksell (1898) reconhece a existência de diferentes taxas de juros. Por exemplo, os empréstimos bancários são uma importante fonte de financiamento das firmas

e usualmente eles são tomados a taxas diferentes da taxa de juros básica da economia. Dessa forma, os Pós-Keynesianos criticam a consideração de apenas uma taxa de juros pela regra de Taylor e a utilização da chamada Taxa de Juros de Equilíbrio.

Outra omissão grave do arcabouço do Novo Consenso Macroeconômico é a possibilidade de os agentes econômicos agirem de forma irracional. O termo “*animal spirits*” foi apresentado em Keynes (1936), mas é utilizado na literatura Pós-Keynesiana, como em Arestis (2009), para criticar o Regime de Metas de Inflação, pois em circunstâncias de armadilha de liquidez a política monetária pode tornar-se ineficaz. Foi o que ocorreu após a crise de 2008, quando os Bancos Centrais injetaram uma enorme quantidade de moeda na economia, mas isso não resultou em mais empréstimos, devido ao alto nível de incerteza. Nesses momentos, a política monetária perde a sua eficácia e a política fiscal poderia ser utilizada para reativar a economia. Entretanto, o Novo Consenso Macroeconômico relegou a importância política fiscal, algo que foi muito criticado pelos Pós-Keynesianos, principalmente após a crise financeira internacional.

Essas críticas deixam claro a insatisfação dos Pós-Keynesianos em relação ao arcabouço teórico do Novo Consenso Macroeconômico e suas prescrições para a política monetária. O Regime de Metas de Inflação é insuficiente para analisar a inflação e a taxa de juros não deve ser o único instrumento de política monetária.. Dessa forma, tornam-se necessárias outras ideias para a construção de uma teoria de política monetária que estejam de acordo com pressupostos da escola Pós-Keynesiana, como a não neutralidade da moeda, as diferentes causas para a inflação, a possibilidade de coexistência entre diferentes objetivos e instrumentos de política monetária e a busca pelo pleno emprego.

Nesse sentido, Arestis e Terra (2017) apresentam um modelo pós-keynesiano de política monetária, com seus objetivos, instrumentos e canais de transmissão. Seguindo a proposta de Keynes (1936), sugere-se o gerenciamento da dívida pública como um dos instrumentos de política monetária, assim como a taxa de juros e a regulação. Dessa forma, propõe-se uma alternativa ao Regime de Metas de Inflação proposto pelo Novo Consenso Macroeconômico, segundo o qual o Banco Central tem apenas um objetivo e um instrumento.

Conforme foi explicado por Keynes (1936), a Eficiência Marginal do Capital é comparada à parte longa da curva de juros no momento de decisão do investimento. As operações de Mercado Aberto, realizadas pelo Banco Central, atuam somente na parte curta da curva de juros e, portanto, possuem pouco impacto no investimento de longo prazo, na compra

de bens de capital. Dessa forma, a política de Gerenciamento de Dívida permite à autoridade monetária influenciar a parte longa da curva de juros, com o objetivo de reduzi-la para patamares estimulantes em termos da Eficiência Marginal do Capital. Assim, o Banco Central pode realizar as operações de Mercado Aberto com o objetivo de combater a inflação e, ao mesmo tempo, gerenciar a dívida pública, com o objetivo de estimular o investimento de longo prazo.

Para isso, o Tesouro deve emitir títulos com diferentes vencimentos (*maturities*), o que, por sua vez, possui dois benefícios. O primeiro deles consiste em espalhar a dívida pública pelo mercado financeiro, aumentando a capacidade de o Banco Central influenciar todos os mercados e melhorando os colaterais dos investimentos. Além disso, a emissão de títulos longos e o gerenciamento dessa dívida por parte da autoridade monetária permitem uma estabilização da curva de juros, principalmente na parte média e longa da curva. O Banco Central americano realizou operações de Gerenciamento de Dívida no ano de 2012, quando vendeu títulos de curto prazo para comprar títulos de longo, fornecendo liquidez para esse segmento do mercado financeiro e estimulando a economia. Isso ficou conhecido como “*Operação Twist*”.

Ainda de acordo com Arestis e Terra (2017), uma política monetária seguindo o arcabouço pós-keynesiano é preocupada com diversos objetivos, a saber: a estabilidade do nível de preços, a taxa de câmbio, a estabilidade do sistema financeiro, a expectativa dos agentes e a liquidez do sistema econômico. Todos esses objetivos direcionados pela finalidade de promover o crescimento econômico e atingir o pleno emprego. Conforme sugerido por Arestis e Sawyer (2010), os instrumentos de política monetária devem ser utilizados de forma conjunta e de maneira discricionária, ao contrário do quadro de “um objetivo, um instrumento” proposto pelo Novo Consenso Macroeconômico e pela adoção da Regra de Taylor.

Conforme dito anteriormente, a política monetária Pós-Keynesiana se assenta em três instrumentos principais: gerenciamento de dívida, taxa de juros e regulação. Dessa forma, a independência do Banco Central, como defendida pelo Novo Consenso Macroeconômico, impede a utilização do gerenciamento dívida na política monetária, pois estabelece como seus instrumentos apenas a taxa de juros e as operações de redesconto. Além disso, elimina a discricionariedade da política monetária, ao estabelecer regras monetárias, como a Regra de Taylor, e não permite maior coordenação do Banco Central com outras instituições governamentais, como o Tesouro.

A regulação do mercado financeiro, segundo Arestis e Terra (2017), significa que cada produto deve ser endereçado por uma lei específica, responsável por regular como o ativo deve ser transacionado. Caso contrário, a estabilidade do sistema financeiro pode ser colocada em risco. Dessa forma, a regulação deve sempre buscar acompanhar as inovações financeiras.

Alinhado ao debate sobre a regulação do sistema financeiro, está a adoção de medidas Macroprudenciais. As medidas Macroprudenciais enxergam risco sistêmico como sendo endógeno, isto é, criado pela própria dinâmica do sistema econômico, conforme discutido por Minsky (1986). Além disso, as correlações entre as instituições financeiras são importantes para medir-se o risco geral. De acordo Goudard e Terra (2015), ainda não há um consenso na literatura sobre quais seriam os instrumentos da Política Macroprudencial. Entretanto, alguns tipos de instrumento são: requisições de capital regulatório dependendo do estágio do ciclo econômico, necessidade de capital regulatório para tipos específicos de exposição, limites de concentração bancária, por tipo ou fonte de empréstimo, controle de empréstimos em moeda estrangeira, realização de testes de *stress* pela autoridade monetária.

A combinação de regulação com a adoção de Medidas Macroprudenciais são dois componentes da luta pela estabilidade do sistema financeiro. Essa estabilidade vem sendo defendida como o objetivo principal da política monetária, conforme exposto em Arestis e Sawyer (2010), ao invés do controle da inflação. Os eventos da crise de 2008 evidenciaram que os custos associados à falta de estabilidade financeira são muito maiores que os custos associados à inflação. Nesse sentido, os autores defendem o fim da Independência Operacional do Banco da Inglaterra.

Esse argumento reflete o questionamento sobre o arcabouço do Novo Consenso Macroeconômico e do Regime de Metas de Inflação. Ambos são insuficientes para garantir a estabilidade do sistema financeiro e a busca pelo pleno emprego. Dessa forma, alinhada à regulação do sistema financeiro, à adoção de medidas Macroprudenciais e à busca pela estabilidade do sistema financeiro como objetivo da política monetária, também está a crítica à independência da autoridade monetária. De acordo com o pensamento pós-keynesiano, o Banco Central não deve possuir apenas um objetivo e um instrumento, assim como não deve decidir sozinho qual o nível de inflação é aceitável. Dessa forma, ele não deve ser independente de outras instituições governamentais, como o Tesouro, que pode definir a meta de inflação enquanto o Banco Central ficaria responsável por atingi-la. Por fim, a responsabilidade de zelar pelo sistema financeiro não deve recair somente sobre a autoridade monetária, que deve agir

coordenadamente com outras instituições, como a Agência Financeira Central (CFA) no caso da Inglaterra, e nas respectivas agências de regulação de cada país.

A necessidade de coordenação da autoridade monetária com outras instituições, seja no caso do Tesouro, para o gerenciamento da dívida pública, seja com instituições regulatórias, para zelar pelo sistema financeiro, é uma prova de que o Banco Central Independente, como desejado em parte do arcabouço do NCM, mostra-se inviável e ineficiente, uma vez se restringindo a apenas um objetivo, o controle da inflação, enquanto a autoridade monetária teria poderes para fazer muito mais.

Wray (2014) considera a independência do Banco Central americano uma proposta irrealista, pois ele foi criado pelo Congresso Nacional, sendo uma “criatura do Congresso” (WRAY, 2014, p. 6). Sua independência em relação ao Tesouro é impossível, porque ele é o banco do governo federal, com quase todos os pagamentos sendo realizados por meio dele. Além disso, a autoridade monetária não tem poderes para tentar impedir o Tesouro de aumentar a emissão de títulos. Dessa forma, não é de responsabilidade do Banco Central decidir o quanto o governo irá gastar, mas decidir a taxa de juros.

Segundo Wray (2014), desde a grande crise financeira de 2008, a questão de o FED estar “imprimindo dinheiro” para financiar déficits públicos foi silenciada, uma vez que a autoridade monetária se empenhou nos projetos de QE para injetar liquidez na economia e não necessariamente financiar dívidas do Tesouro. As consequências de tal atitude foi uma grande parcela de dívida sendo alocada no balanço do FED, enquanto as reservas bancárias cresceram a níveis históricos. Vale lembrar que o FED também comprou grande parcela de dívida privada e não somente pública, algo não convencional.

Para garantir que o déficit público ao longo dos anos não acarrete mudança no nível das reservas bancárias, a saída utilizada é o chamado “gerenciamento da dívida”: novas emissões pelo Tesouro e operações de *Open Market* por parte do Banco Central. Entretanto, para que o nível de reservas não se altere, o Banco Central deve comprar a mesma quantidade de títulos vendida pelo Tesouro. Dessa forma, o Banco Central acaba com a dívida do Tesouro alocada em seu balanço da mesma maneira.

De acordo com Wray (2014), uma coordenação entre o Tesouro, o Banco Central e o governo federal é necessária e, por isso, a autoridade monetária não deve ser independente. O argumento para tal afirmação é que o Congresso pode demandar uma postura acomodatória por

parte do Banco Central, em momentos de necessidade. Como detentor da decisão sobre a taxa de juros a autoridade monetária, em última instância, determina qual será o custo da dívida emitida pelo Tesouro. Dessa forma, em momentos de crise, se o governo decidir estimular a economia através da política fiscal, o Banco Central pode manter a taxa de juros baixa para permitir que o crescimento econômico seja maior do que o custo da dívida e, assim, reduzir a relação dívida/PIB. Enquanto a taxa de juros permanecer abaixo do crescimento do PIB, o governo não terá problemas com uma “armadilha de dívida”. Dessa forma, a independência do Banco Central retira essa capacidade de coordenação entre as instituições.

Nesse sentido, Arestis (2014) propõe uma coordenação entre política fiscal, monetária e de estabilidade financeira para reduzir o desemprego. Quando as políticas fiscais e monetárias são coordenadas, o impacto sobre a demanda efetiva é acumulativo. É importante que, nessa abordagem, a autoridade monetária esteja disposta a trocar um pouco de inflação por desemprego baixo. Dentro dessa possibilidade, o estímulo fiscal que aumente as pressões inflacionárias e uma autoridade monetária que mantenha constante a taxa de juros nominal, produzirá uma taxa de juros real menor, incentivando o consumo e o investimento. Além disso, uma taxa de juros real menor leva a taxa de câmbio a depreciar, o que pode ter um papel de estimular a demanda agregada. Dessa forma, a autoridade monetária não deve ser independente, pois isso impediria a coordenação entre as políticas fiscal e monetária, importante para estimular a demanda agregada.

No que tange à coordenação da política monetária com as medidas Macroprudenciais, Arestis (2014) argumenta que as políticas macroprudenciais interagem com a política monetária, afetando o crédito e o preço dos ativos e, conseqüentemente, afetando os mecanismos de transmissão da política monetária. A falta de cooperação entre a autoridade encarregada de conduzir as políticas macroprudenciais e o Banco Central pode gerar políticas conflitantes, aumentando a volatilidade dos instrumentos de política, como a taxa de juros e os requerimentos de capital, sem garantir a estabilidade das variáveis macroeconômicas principais. Assim, pela necessidade de coordenação entre política fiscal, monetária e de estabilidade financeira, o Banco Central não pode ser independente.

Conforme mencionado anteriormente, após a crise de 2008 os principais Bancos Centrais do mundo iniciaram programas de compra de títulos de dívida pública e privada com o objetivo de injetar liquidez na economia e reduzir as taxas de juros. A amplitude dos programas de *Quantitative Easing* levou essas políticas a ficarem conhecidas como políticas

quase-fiscais. Além disso, o resgate de diversas instituições financeiras gerou uma grande coordenação entre o Tesouro e autoridade monetária. Segundo Dow (2014), foi justamente essa ação conjunta que restabeleceu a confiança dos mercados e dos agentes econômicos e proveu a garantia necessária para a estabilização do sistema financeiro. Apesar do êxito das políticas coordenadas, a separação institucional entre Banco Central e governo, assim como a divisão entre política monetária e fiscal, dificultou sua execução. Dessa forma, a crise de 2008 evidenciou a necessidade de coordenação entre as políticas monetária e fiscal, o gerenciamento de dívida e a regulação do sistema financeiro, assim como a eliminação da independência do Banco Central.

Os Bancos Centrais dependem da política fiscal para poderem realizar as operações de *Open Market* e, assim, executar a política monetária. Ao mesmo tempo, os governos dependem dos Bancos Centrais para atingirem suas metas de crescimento e desenvolvimento econômico. Isso mostra a interdependência entre ambos. Durante o período da “Grande Moderação” o sucesso da autoridade monetária era medido apenas pela sua capacidade de atingir a meta de inflação. Entretanto, segundo Dow (2014), a crise financeira internacional mostrou que tal medida não é suficiente para conter a instabilidade financeira e a priorização do controle da inflação pode, na verdade, facilitar o surgimento de uma crise. Dessa forma, um conjunto de objetivos mais amplo deve ser elaborado para os Bancos Centrais, com o objetivo de promover o crescimento econômico, a estabilidade financeira e direcionar a alocação de recursos, uma vez que o mercado se provou ineficiente ao fazê-lo.

Por fim, um argumento contra a Independência do Banco Central presente na literatura Pós-Keynesiana, antes e após a crise, refere-se ao fato de que tal independência fere os pressupostos de uma sociedade democrática. Segundo essa argumentação, a eleição de um tecnocrata para assumir a autoridade monetária, com um mandato separado dos Poderes Legislativo e Executivo, reduziria o crivo do presidente de tal instituição pela população. Por outro lado, se o presidente do Banco Central continuasse sendo nomeado pelo chefe do Poder Executivo, a sua forma de conduzir a política monetária poderia ser avaliada pelo Congresso, mesmo que de forma indireta. Dessa forma, a população conseguiria avaliar se a condução da política monetária está de acordo com seus interesses ou pelo menos em sua maioria.

Seguindo essa linha de raciocínio, Halevi et al. (2018) afirmam que os presidentes dos Bancos Centrais possuem sua própria ideologia, carregando-a consigo nas reuniões de política monetária. Muitas vezes, as diretorias são compostas por membros do mercado financeiro, que

podem tomar decisões que não representam o interesse de toda a sociedade. Assim, a independência da autoridade monetária pode significar uma pressão ainda maior de curto prazo oriunda do mercado financeiro. Como consequência, os Bancos Centrais poderão ser mais condizentes com a formação de bolhas financeiras e terão receio de implodi-las. Tais bolhas, quando explodidas, trariam custos muito maiores para a sociedade.

Buscou-se tratar, nesta seção, a crítica Pós-Keynesiana à Independência do Banco Central e ao arcabouço teórico que sustenta tal tese. Nota-se que já havia grandes questionamentos por partes dos Pós-Keynesianos antes da crise de 2008, a qual reforçou vários desses argumentos, questionando a visão macroeconômica predominante. Em suma, de acordo com a visão Pós-Keynesiana, o Banco Central não deve ser independente, pois isso fere preceitos democráticos e impede a coordenação com outras instituições, como o Tesouro, para a implementação ordenada da política fiscal e monetária. Além disso, determina a política de “um objetivo, um instrumento”, obstruindo a utilização de outros instrumentos de política monetária, como o gerenciamento de dívida. Por fim, elimina a possibilidade de adoção de políticas discricionárias, ao estabelecer obrigatoriamente a utilização de alguma regra monetária. Do ponto de vista Pós-Keynesiano, a condução da política monetária proposta pelo Novo Consenso Macroeconômico é insuficiente para tratar o fenômeno da inflação e promover o crescimento econômico, já que há outras questões determinantes, como a inflação de custos.

Conclusão

Buscou-se analisar, no presente trabalho, os impactos da crise financeira internacional sobre o debate da independência do Banco Central. Notou-se a construção de argumentos contrários e favoráveis à independência da autoridade monetária ao longo do tempo, por meio de diversas escolas de pensamento econômico, como a Pós-Keynesiana, Monetarista, Novo-Clássica e Novo-Keynesiana, sendo a junção de elementos das duas últimas a composição do chamado Novo Consenso Macroeconômico. É possível dizer que a crise de 2008, mediante seus impactos e a atuação dos Bancos Centrais frente aos desafios colocados, confrontou o arcabouço teórico dominante do Novo Consenso e reforçou argumentos da escola Pós-Keynesiana, como a necessidade de coordenação entre as políticas monetária, fiscal e Macroprudencial, a multiplicidade dos objetivos da política monetária, podendo ser utilizada para estimular o emprego, além do controle do nível de preços, e a necessidade de utilização mais ampla da política fiscal.

Os argumentos levantados apontam que ambas as escolas mantiveram seu posicionamento, ao menos em parte, em relação à independência do Banco Central antes e depois da referida crise: os Pós-Keynesianos contrariamente, e os autores do Novo Consenso Macroeconômico a favor. Entretanto, a magnitude da crise de 2008 levou os últimos a repensarem a elementos da proposta de independência da autoridade monetária. Conforme apresentado no último capítulo, autores como Alan Blinder, Olivier Blanchard e Stanley Fischer passaram a admitir a importância de maior coordenação entre o Banco Central e o Tesouro para a condução de políticas quase-fiscais e resgates de instituições financeiras em momentos de crise financeira.

Por outro lado, autores como John B. Taylor e Allan Meltzer permaneceram inflexíveis em relação à independência da autoridade monetária, a qual deveria seguir uma regra e se manter afastada do Tesouro e de outras instituições governamentais. Assim, a política monetária deveria seguir o objetivo único de manter a estabilidade dos preços e a política fiscal não seria uma opção viável. Além disso, Taylor defende a instituição de uma regra para a autoridade monetária mediante a implementação de uma legislação, com o objetivo de reduzir ameaças à independência *de facto*, associada por ele a uma maior ou menor adesão às regras monetárias. Já para Meltzer, houve uma perda de independência do Banco Central americano pela coordenação e proximidade com o Tesouro durante os anos posteriores à crise de 2008, assim como pela adoção de políticas de *Quantitative Easing*. Um fato interessante, conforme

mostrado por Blinder et al. (2017), é que a atuação dos Bancos Centrais não gerou uma percepção de menor independência entre os diretores e presidentes dessas instituições. Já para a comunidade acadêmica americana e da Zona do Euro, em geral, acredita-se que houve pelo menos uma perda relativa de independência. Logo, com visões tão distintas sobre o tema, é possível dizer que a crise de 2008 impactou profundamente os autores do Novo Consenso Macroeconômico, gerando discordâncias entre eles.

Se, para os autores do Novo Consenso Macroeconômico, a crise gerou discordâncias, para os autores Pós-Keynesianos, ela reforçou seus argumentos. A política monetária proposta a partir da adoção do Regime de Metas de Inflação e Independência do Banco Central não foi suficiente para gerar estabilidade no sistema financeiro e, somado ao processo de desregulamentação, culminou na crise de 2008. Além disso, os autores Pós-Keynesianos defendem a capacidade de a política monetária impactar variáveis reais da economia, dada a não neutralidade da moeda, assim como seus objetivos devem ser múltiplos, não enfatizando somente a estabilidade do nível de preços. A coordenação da autoridade monetária com o Tesouro seria tanto desejável quanto necessária, para o Gerenciamento da Dívida e a implementação da política fiscal, instrumento importante para estimular o nível de demanda agregada da economia.

A crise de 2008 foi um exemplo da importância e do alcance desses instrumentos, pois diante de uma economia em recessão diversos Banco Centrais, como o FED e o Banco Central Europeu, engajaram-se nas operações de compra de títulos públicos e privados, com o objetivo de prover liquidez, elevar os preços dos ativos e diminuir as taxas de juros. Além disso, as autoridades monetárias coordenaram suas ações com os Tesouros Nacionais, com o objetivo de realizar resgates e coordenação da política fiscal. Ademais, para os Pós-Keynesianos, a independência do Banco Central fere o pressuposto da democracia, pois retira do crivo da população sobre uma importante instituição, cujos poderes impactam diretamente na distribuição de renda e riqueza.

Conclui-se, portanto, a partir do presente trabalho, que a escola Pós-Keynesiana permanece coesa em torno de suas principais críticas à tese de independência do Banco Central, representando a crise de 2008 um importante marco histórico que contribuiu para reforçar, em grande medida, seus argumentos. Em contrapartida, para o Novo Consenso Macroeconômico, apesar de diversos autores continuarem defendendo a independência da autoridade monetária, encontra-se um cenário mais fragmentado após a crise de 2008, com posicionamentos

divergentes de autores influentes sobre a condução da política monetária em meio aos desdobramentos da crise financeira internacional.

Referências bibliográficas

ACHARYA, V. et al. **A Bird's-Eye View - The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies**. [S.l.]. 2009.

ALESINA, A. Macroeconomics and Politics. **NBER Macroeconomics Annual**, v. 3, p. 13-62, 1988. ISSN 0-262-06119-8.

ALESINA, A.; SUMMERS, L. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 25, n. 2, p. 151-162, 1993.

AMORIM, R. Macroeconomia neoclássica contemporânea: novos-keynesianos e novos-clássicos. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 23, n. 1, p. 26-56, 2002.

ARESTIS, P. **New Consensus Macroeconomics: a Critical Appraisal**. The Levy Economics Institute of Bard College. [S.l.]. 2009.

ARESTIS, P. **Coordination of Fiscal with Monetary and Financial Stability Policies Can Better Cure Unemployment**. University of Cambridge. [S.l.]. 2014.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. **Can monetary policy affect the real economy?** The Levy Economics Institute of Bard College. [S.l.], p. 1-13. 2002.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. New Consensus macroeconomics and inflation targeting: Keynesian Critique. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 17, p. 629-653, 2008.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. **What Monetary Policy After the Crisis?** University of Cambridge. Cambridge. 2010.

ARESTIS, P.; TERRA, F. H. B. Monetary Policy in the Post Keynesian Theoretical Framework. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 37, p. 45-64, 2017.

BALL, L.; MANKIW, G. **A sticky-price manifesto**. CarnegieRochester Conference Series on Public Policy. [S.l.]: Elsevier B.V. 1994. p. 127-151.

BALLS, E.; HOWAT, J.; STANSBURY, A. **Central Bank Independence Revisited: After the financial crisis, what should a central bank look like?** Harvard Kennedy School. Cambridge. 2016.

BERNANKE, B. **Some thoughts on monetary policy in Japan**. The Federal Reserve Board. Tokyo: [s.n.]. 2003.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. **Rethinking Macroeconomic Policy**. International Monetary Fund. [S.l.]. 2010.

BLINDER, A. **Central Banking in Theory and Practice**. 1. ed. [S.l.]: MIT Press, 1999.

BLINDER, A. **Central Bank Independence and Credibility During and after the Crisis**. Jackson Hole Symposium. [S.l.]: [s.n.]. 2012.

BLINDER, A. et al. **Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis**. European Central Bank Working Paper Series. [S.l.]. 2017.

BORGES, Y. F. F. **Independência do Banco Central: Teoria e Prática**. Tese de Mestrado, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo. 2016.

BOTELHO, A. C. **Teoria e Política da Inflação: A Crítica Pós-Keynesiana ao Novo Consenso Macroeconômico**. Dissertação de Mestrado, Universidade Estadual de Campinas. Campinas. 2016.

CARUANA, J. **Macroprudential policy: working towards a new consensus**. The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy. Washington D.C: BIS's Financial Stability Institute. 2010.

CARVALHO, C. E.; OLIVEIRA, G. C.; MONTEIRO, M. B. **O Banco Central do Brasil: Institucionalidade, Relações com o Estado e com a sociedade civil, Autonomia e Controle democrático**. Instituto de Pesquisa Economia Aplicada - IPEA. Rio de Janeiro, p. 1-73. 2010.

CARVALHO, F. J. C. Temas de Política Monetária Keynesiana. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 15, n. 1, p. 33-61, 1994.

CARVALHO, F. J. C. A independência do Banco Central e a disciplina monetária: observações céticas. **Revista de Economia Política**, v. 15, n. 4, p. 134-141, Outubro - Dezembro 1995.

CARVALHO, F. J. C. The independence of central banks: a critical assessment of the arguments. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 18, n. 2, 1995-96.

CARVALHO, F. J. C. Sobre a centralidade da teoria da preferência pela liquidez na macroeconomia pós-keynesiana. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 17, n. 2, p. 42-77, 1996.

CARVALHO, F. J. C. Teoria e política monetárias: uma visão pessoal sobre uma relação difícil. **Econômica**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 2, p. 315-334, 2004.

CINTRA, M. A. M.; FARHI, M. A crise financeira e o Global Shadow Banking System. **Novos Estudos**, 2008. 33-55.

CINTRA, M. A. M.; FARHI, M. A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo. **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 3, p. 274-294, 2009.

CINTRA, M. A. M.; FREITAS, M. C. P. Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. **Revista de Economia Política**, v. 28, n. 3, p. 414-433, 2008.

CUKIERMAN, A. **Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present and Future**. Central Bank of Chile Working Papers. Santiago. 2006.

CUKIERMAN, A.; WEBB, S. B.; NEYAPTI, 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, 1992.

DE HAAN, J.; EIJFFINGER. **The political economy of central bank independence**. De Nederlandsche Bank. Amsterdam. 2016.

DEBELLE, G.; FISHER, S. **How Independent Should a Central Bank Be? Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policy Makers**. North Falmouth: [s.n.]. 1994. p. 196-222.

DOW, S. **The Relationship between Central Banks and Governments: What are Central Banks for?** University of Victoria. Victoria, B.C. 2014. (1914-2838).

FARHI, M. **Estados e Mercados na crise financeira**. IPEA. Brasília. 2018.

FAWLEY, B.; C, N. **The Rise and (Eventual) Fall in the Fed's Balance Sheet**. Federal Reserve Bank of St. Louis. [S.l.]. 2013.

FISCHER, S. **Central Bank Independence**. Herbert Stein Memorial Lecture. Washington D.C: [s.n.]. 2015.

FISHER, I. The debt deflation theory of great depressions. **Econometrica**, v. 1, n. 4, p. 333-357, 1933.

FREITAS, M. C. P. Banco Central independente e coordenação das políticas macroeconômicas: lições para o Brasil. **Economia e Sociedade** , Campinas, v. 15, n. 2, p. 269-293, Agosto 2006.

FRIEDMAN, M. **Capitalism and Freedom**. 1ª Edição. ed. Chicago: The University of Chicago Press, 1962.

GALI, J. The State of New Keynesian Economics: A Partial Assessment. **Journal of Economic Perspectives**, v. 32, n. 3, p. 87-112, 2018.

GOUDARD, G. C.; TERRA, F. H. B. Política Macroprudencial: uma leitura Keynesiana. **Análise Econômica**, Porto Alegre, 33, n. 63, 2015. 171-190.

GREENSPAN, A. **The crisis**. Greenspan Associates LLC. [S.l.]. 2010.

GRILLI, V. . M. D.; TABELLINI, G. Political and Monetary Institutions and Public Finance Policies in the Industrial Countries. **Economic Policy**, v. 6, n. 13, p. 341-392, 1991.

HERMANN, J. O modelo de racionamento de crédito e a política monetária novokeynesiana: uma análise crítica. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 20, n. 2, p. 53-75, 2000.

JR, R. L. E. **Monetary Neutrality**. Prize Lecture. Chicago: University of Chicago. 1995.

KEYNES, J. M. Alternative theories of the rate of interest. **Economic Journal**, v. 47, n. 186, p. 241-252, 1937.

KEYNES, J. M. The Monetary Policy of the Labour Party [1932]. In: _____ **Collected Writings of John Maynard Keynes**. London: [s.n.], v. 21, 1982.

KEYNES, J. M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda [1936]**. São Paulo: Editora Nova Cultural Ltda, 1996.

L.F; SARAIVA, P. J. Novo Consenso Macroeconômico e Regime de Metas de Inflação: algumas implicações para o Brasil. **Revista Paranaense de Desenvolvimento**, Curitiba, v. 36, p. 19-32, 2015.

MCCULLEY, P. **Teton reflections**. PIMCO. [S.l.]. 2007.

MELTZER, A. H. Federal Reserve Policy in the Great Recession. **Cato Journal**, v. 32, n. 2, 2012.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an Unstable Economy**. [S.l.]: Yale University Press, 1986.

MISHKIN, F. S. **Monetary policy strategy: lessons from the crisis**. NBER Working Paper. [S.l.]. 2011. (16755).

PAULA, L. F. R. Teoria Horizontalista da moeda e do crédito: crítica da crítica. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 33, n. 2, p. 325-352, Junho 2003.

POZSAR, Z.; MCCULLEY, P. **Does Central Bank Independence frustrate the optimal fiscal-monetary policy mix in a liquidity trap?** Inaugural Meeting of the Global Interdependence Center's Society of Fellows. Paris: [s.n.]. 2012.

REIS, R. **Interpreting the Unconventional U.S Monetary Policy of 2007-09**. National Bureau of Economic Research. [S.l.]. 2010. (15662).

ROGOFF, K. The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 100, n. 4, p. 1169-1189, November 1985.

ROGOFF, K. **Is this the Beginning of the End of Central Bank Independence?** Group of Thirty. Washington, D.C. 2019.

ROUBINI, N. **The staggering costs of bailing out a financial system in crisis**. RGE Monitor. [S.l.]. 2008.

SAWYER, M. **Phillips' Curve, Independence of Central Banks and Inflation Targeting**. University of Leeds. Leeds. 2010.

SCHELLER, H. K. **The European Central Bank: history, role and functions.** Frankfurt: European Central Bank, 2004.

STIGLITZ, J. E. W. A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. **The American Economic Review**, v. 71, n. 3, p. 393-410, June 1981.

TAYLOR, J. B. **Independence and the Scope of Central Bank's Mandate.** Sveriges Riskbank. Stockholm. 2016.

TAYLOR, J. B. **Rules versus Discretion: Assessing the Debate Over the Conduct of Monetary Policy.** National Bureau of Economic Research. Cambridge. 2017.

WRAY, L. R. **A Post-Keynesian view of central bank independence, policy targets, and the rules-versus-discretion debate.** Levy Economics Institute of Bard College. Annandale-on-Hudson. 2007.

WRAY, L. R. **Central Bank Independence: Myth and Misunderstanding.** Levy Economics Institute of Bard College. Annandale-on-Hudson. 2014.