

UNIVERSIDADE ESTADUAL DO CENTRO-OESTE, UNICENTRO

SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS, SESA

CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS, DECON

LUIZ FELIPE BARBOSA SPACKI

**INSTITUIÇÕES, POLÍTICA MONETÁRIA E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO: a
autonomia do banco central no contexto brasileiro recente (2015 – 2025)**

**Guarapuava/PR
2025**

LUIZ FELIPE BARBOSA SPACKI

**INSTITUIÇÕES, POLÍTICA MONETÁRIA E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO: a
autonomia do banco central no contexto brasileiro recente (2015 – 2025)**

Monografia apresentada ao curso de Ciências
Econômicas da Universidade Estadual do Centro-
Oeste, UNICENTRO, como pré-requisito para
obtenção do grau de bacharel, sob orientação do Prof.:
Dr. Claucir Roberto Schmitdke.

**Guarapuava/PR
2025**

LUIZ FELIPE BARBOSA SPACKI

**INSTITUIÇÕES, POLÍTICA MONETÁRIA E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO: a
autonomia do banco central no contexto brasileiro recente**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas da Universidade Estadual do Centro-Oeste – UNICENTRO, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Claucir Roberto Schmidtke

Prof. Dr. Vinícius Borba da Costa

Prof. Dr. Márcio Marconato

Aprovado em: 13/11/2025

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus, criador de todas as coisas, por ter me concedido vida e saúde, permitindo assim, a realização deste trabalho. Sobre o dom da vida, agradeço aos meus pais, Luiz Carlos Spacki e Maria Elena Barbosa Spacki, por terem me concebido, pela minha criação, pelo amor e apoio incondicional durante toda a minha vida e em especial durante esta jornada de conhecimento e aprendizado que é a graduação.

Agradeço também o meu professor orientador Claucir Roberto Schmidtke, por todo o apoio recebido, através do acompanhamento, sugestões, orientações e conselhos durante a graduação e principalmente durante a elaboração deste trabalho. Apoio este, que julgo fundamental para o aprimoramento e melhora absoluta no âmbito pessoal e profissional na minha vida.

Ainda sobre a orientação, estendo meus agradecimentos aos professores Marcio Marconato e Eduardo Lopes, que desde a minha chegada a universidade, me apoiaram sobremaneira e sem reservas durante o ciclo do aprendizado, formado por ensino, pesquisa e extensão.

Agradeço a todos os meus professores, que sem reservas, fizeram o melhor para que houvesse o aprendizado, a transmissão do conhecimento e o desejo do saber, não restam dúvidas que, o esforço de cada um de vocês se faz presente neste trabalho. Estendo também meus agradecimentos a todos os meus colegas de graduação, que de alguma forma durante este valioso tempo, me ajudaram das mais variadas maneiras a aprimorar o conhecimento, cumprindo assim a função primordial da universidade.

Por fim, agradeço a todos os meus amigos e familiares, por terem me apoiado e por estarem presentes na minha vida, tanto nos momentos difíceis, quanto nos momentos de alegria como este. Expresso também a minha gratidão a Unicentro, pela oportunidade de cursar economia em uma das melhores universidades estaduais do Brasil.

RESUMO

O presente trabalho analisa a autonomia do Banco Central do Brasil (BC) no contexto político e econômico recente (2015-2025), sob a ótica da Nova Economia Institucional (NEI). O estudo investigou como a evolução das regras formais que, no caso do BC, culminou na Lei Complementar nº 179/2021, influencia a eficácia da política monetária e o desenvolvimento econômico. A metodologia combinou uma abordagem descritiva e comparativa, utilizando dados macroeconômicos oficiais, documentos institucionais e revisão bibliográfica para confrontar a experiência brasileira com pares internacionais. Os resultados indicaram que a formalização da independência do BC foi fruto de um processo incremental de construção de credibilidade, embora o novo arranjo tenha enfrentado testes de estresse institucional decorrentes de ruídos políticos recentes. No âmbito econômico, a análise de indicadores evidenciou que atuação do BC, caracterizada pela prática de juros reais positivos no pós-pandemia (Covid – 19), parece ter sido eficaz no controle inflacionário sem comprometer a atividade econômica. Observou-se um cenário de “pouso suave”, onde a desinflação ocorreu simultaneamente à recuperação do PIB, da renda real e à redução da taxa de desemprego a patamares históricos. Conclui-se, portanto, que a blindagem institucional da autoridade monetária tem contribuído para a estabilidade macroeconômica, validando a hipótese de que instituições sólidas são vetores para o desenvolvimento.

Palavras-chave: política econômica brasileira; evolução do ambiente institucional; estabilidade macroeconômica.

ABSTRACT

The paper analyzes the autonomy of the Central Bank of Brazil (BC) within the recent political and economic context (2015 – 2025), from the perspective of New Institutional Economics. The paper investigated how the evolution of formal rules – which, in the BC's case, culminated in Supplementary Law N° 179/2021 – influences the efficacy of monetary policy and economic development. The methodology combined a descriptive and comparative approach, using official macroeconomic data, institutional documents, and a bibliographic review to compare the Brazilian experience with international peers. The results indicated that the formalization of the BC's independence was the result of an incremental process of credibility building, although the new arrangement has faced institutional stress tests stemming from recent political noise. In the economic environment, the analysis of indicators shows that the BC's actions, characterized by the practice of positive real interest rates in the post-pandemic period (Covid – 19), appear to have been effective in controlling inflation without compromising economic activity. A “soft landing” scenario was observed, where disinflation and economic recovery occurred simultaneously with the recovery of GDP, real income, and a significant reduction of the unemployment rate to historical levels. It is concluded that the institutional shielding of the monetary authority has contributed to macroeconomic stability, validating the hypothesis that solid institutions are drivers of development.

Keywords: brazilian economic policy; evolution of the institutional environment; macroeconomic stability.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Tomada de decisão de um banco central: dependente versus independente	52
--	----

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Brasil: evolução da taxa Selic e da inflação (IPCA), 2021-2025	27
Gráfico 2 – Brasil: evolução do índice de preços ao consumidor amplo (IPCA), 1994 – 2024.....	29
Gráfico 3 – Taxa de juros das letras do Tesouro Americano ($\Delta\%$).....	31
Gráfico 4 – Crescimento do PIB (trimestral) e crescimento da oferta real da moeda (durante o ano anterior) nos EUA.....	32
Gráfico 5 – Variação do índice de preços do consumidor nos EUA (PCE)	35
Gráfico 6 – Taxas de juros do Fed	36
Gráfico 7 – IPC de alguns países na década de 1970	50
Gráfico 8 – Brasil: variação percentual de algumas variáveis monetárias (2016 – 2024)	63
Gráfico 9 – Brasil: metas de inflação vs inflação efetiva (2015 – 2024)	65
Gráfico 10 – Brasil: evolução de alguns indicadores fiscais (2018 – 2024).....	70
Gráfico 11 – Brasil: evolução da Meta Selic e da taxa de juros reais frente à inflação efetiva (2018 – 2024).....	71
Gráfico 12 – Brasil: evolução das reservas internacionais e do <i>swap</i> cambial (2018 – 2025).....	73
Gráfico 13 – Evolução do Consumer Price Index (CPI) em alguns países (2015 – 2025)	76
Gráfico 14 – Evolução do Consumer Price Index (CPI) em alguns países (2015 – 2025)	77
Gráfico 15 – Evolução do PIB nominal de alguns países (2015 – 2023).....	78

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Evolução do debate político-institucional sobre a independência do BC (2015-2024).....	57
--	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Brasil: indicadores econômicos (1985 – 1988).....	40
Tabela 2 – Chile: indicadores econômicos (1970 – 1973).....	40
Tabela 3 – Brasil: indicadores fiscais e monetários (2015 – 2024)	61
Tabela 4 – Componentes selecionados do IPCA em 2021	66
Tabela 5 – Brasil: indicadores macroeconômicos (2015 – 2024).....	74

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
2	REFERENCIAL TEÓRICO	17
2.1	Desenvolvimento e instituições	17
2.1.1	Regras formais	18
2.1.2	Regras informais.....	20
2.1.3	Custos de transação.....	22
2.1.4	Instituições, tempo e desempenho econômico.....	24
2.2	Política econômica, estabilidade macroeconômica e desenvolvimento	25
2.2.1	Política econômica: fundamentos, tipos e objetivos	25
2.2.2	Estabilidade macroeconômica.....	28
2.2.3	Estabilidade monetária, regime de metas de inflação e atuação dos bancos centrais	31
2.2.3.1	Estabilidade monetária	31
2.2.3.2	Metas de inflação	34
2.3	Populismo econômico e seu impacto sobre a condução da política econômica.....	36
2.4	A teoria da independência do banco central.....	41
3	METODOLOGIA.....	44
3.1	Método e tipo de pesquisa.....	44
3.2	Procedimentos metodológicos	45
4	RESULTADOS.....	46
4.1	A independência dos bancos centrais em perspectiva comparada	46
4.1.1	Perspectivas históricas dos bancos centrais	46
4.1.2	Banco central e a composição do conselho, a decisão sobre a taxa de juros e a política monetária.....	51
4.2	Percepções do Governo Federal sobre a autonomia do BC.....	54
4.3	Atuação do BC e as decisões do Copom	59
4.3.1	Perspectivas históricas do BC	59
4.3.2	Análise de política monetária do BC.....	61
4.3.3	Independência do BC no contexto institucional.....	67
4.4	Indicadores econômicos no contexto pré- e pós-independência do BC	69
4.5	Indicadores macroeconômicos: uma comparação internacional	76

5	CONCLUSÃO.....	79
	REFERÊNCIAS.....	82

1 INTRODUÇÃO

Desenvolvimento econômico é um conceito qualitativo, que abrange não apenas o crescimento do produto de determinado país, estado ou região, mas também a eficiência na alocação dos recursos na economia, buscando maximizar o bem-estar econômico e social. Os principais recursos disponíveis na economia a serem administrados são: capital, força de trabalho, recursos naturais e conhecimentos tecnológicos (Fiani, 2011), sendo a eficiência da combinação desses recursos o que leva ao desenvolvimento econômico.

Buscando promover essa combinação, juntamente com limitar certas interações, dadas as incertezas das ações humanas, surgem instituições, que, de acordo com North (2018), são regras formais e informais que organizam a vida em sociedade, definindo limites e incentivos que orientam o comportamento político, social e econômico.

A evolução institucional ao longo do tempo condiciona a forma como as sociedades se transformam, sendo determinante para explicar as diferenças de desempenho econômico entre países e para compreender os processos históricos de desenvolvimento (North, 2018). Assim, por estruturarem o modo como indivíduos e organizações interagem, as instituições influenciam diretamente os resultados obtidos em termos de estabilidade e desenvolvimento.

A estabilidade macroeconômica, especialmente, um baixo nível de preços, desempenha participação relevante na promoção de bem-estar ao longo do tempo. Como explicam Bresser-Pereira e Nakano (2002, p. 540), a política econômica deve harmonizar seus objetivos, tratando a estabilidade de preços não como obstáculo, mas como condição essencial ao desenvolvimento sustentável e à redução da pobreza. Segundo eles, dicotomias como “[...] estabilidade macroeconômica *versus* desenvolvimento é uma falsa alternativa. Da mesma forma que mercado interno *versus* externo, equilíbrio fiscal *versus* crescimento, política macroeconômica [...] *versus* política de desenvolvimento [...]”, são opções errôneas.

Além disso, a estabilidade de preços, de acordo com o Banco Central do Brasil (2025a), é o alicerce para o crescimento econômico sustentável e a melhora das condições de vida da população. Ao utilizar a política monetária, primariamente por meio da taxa Selic (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia), para manter a inflação sob controle e preservar o poder de compra da moeda, a instituição cria um

ambiente de previsibilidade econômica. Esse cenário permite que empresas invistam e famílias planejem seus gastos com maior segurança, favorecendo a geração de empregos e o bem-estar social. A atuação do Banco Central do Brasil (BC) é, portanto, essencial para proteger a renda, especialmente das camadas mais vulneráveis, visto que a inflação alta prejudica desproporcionalmente os mais pobres e inibe o crescimento do país.

Após a conquista do controle inflacionário, novas pressões internas e externas impõem desafios adicionais, mas a manutenção da estabilidade dos preços e a solidez macroeconômica deve permanecer prioritária, articulando-se com estratégias de inserção externa e estímulo ao crescimento econômico (Bresser-Pereira; Nakano, 2002).

As instituições, juntamente com a política econômica, desempenham papel relevante na promoção do desenvolvimento econômico, pois, por meio de determinadas regras e instrumentos de política econômica, como a monetária, o governo pode influenciar a atividade econômica e, por consequência, o emprego, a renda e sua distribuição, o nível de preços, a qualificação da mão de obra, a saúde etc. (North, 2018).

Portanto, além de um ambiente institucional bem definido e de políticas econômicas eficientes, a estabilidade monetária também é peça chave para o desenvolvimento, tendo em vista a relevância do poder de compra dos agentes. Nesse cenário, surge o banco central com a função de garantir essa solidez, tendo em vista que ele pode adotar medidas que alteram a oferta de moeda e, portanto, influenciar o nível de atividade econômica.

A atuação de um banco central pode ocorrer de forma vinculada ao governo ou de maneira independente. O primeiro banco central independente foi o *Federal Reserve* (Fed), criado em 1913, nos Estados Unidos. De acordo com Freitas (2006), a autonomia dos bancos centrais foi uma ideia que teve a sua consolidação e destaque apenas no final do século XX, após diversas economias passarem por altos períodos de inflação, reflexo de políticas econômicas populistas, adotadas por seus governos. Em vista disso, em termos de teoria, segundo o autor, a independência do banco central surge oficialmente com Cukierman (1992).

A condução da política monetária por um banco central autônomo pode, muitas vezes, se chocar com objetivos ou percepções do governo acerca da eficiência, num determinado contexto, da política econômica. De acordo com Cukierman (1992), a

transferência de autoridade do governo ao banco central pode ser compreendida como um compromisso parcial, no qual os governantes aceitam restrições à sua liberdade de ação futura. Essa delegação tem como principal motivação preservar a estabilidade de preços, frequentemente ameaçada pela concorrência com objetivos de curto prazo, como estimular a atividade econômica ou financiar déficits. Quanto maior a independência concedida ao banco central, mais forte se torna o compromisso institucional com a estabilidade monetária.

De acordo com Rigolon (1998), é possível observar que muitos estudos indicam que os bancos centrais tendem a ser mais conservadores do que as autoridades políticas, pois atuam com um horizonte de planejamento mais longo. Por exemplo, a nomeação de dirigentes conservadores, segundo Rogoff (1985), é uma estratégia eficiente para conter o viés inflacionário inerente à política monetária. Essa visão é reforçada por Cukierman (1992), ao afirmar que, em muitos países, os dirigentes do banco central são oriundos do setor financeiro ou acadêmico. Por outro lado, segundo Rigolon (1998), ciclo eleitoral e conflitos distributivos encurtam a perspectiva das autoridades políticas, que atribuem menor peso à estabilidade de preços do que os bancos centrais.

A independência dos bancos centrais pode ser entendida sob duas perspectivas: legal e real (prática). A primeira decorre da legislação que define competências e limites formais; já a segunda resulta de fatores institucionais mais dinâmicos, como ideologias, alianças políticas e relações entre órgãos públicos (Rigolon, 1998). Essas regras formais e informais moldam incentivos, reduzem incertezas e condicionam a previsibilidade da política monetária, elementos fundamentais para a estabilidade macroeconômica e, conseqüentemente, para o processo de desenvolvimento econômico, cenário estudado pela Nova Economia Institucional (NEI).

No caso brasileiro, cujo banco central tornou-se independente em 2021¹, o presidente da República, Luiz Inácio Lula da Silva, tem demonstrado insatisfação quanto ao direcionamento da política monetária dado pelo BC, em especial à condução da taxa de juros, chegando a afirmar que “[...] é uma bobagem achar que o presidente do Banco Central independente vai fazer mais do que fez o Banco Central quando o Presidente era que indicava [...]” (Silva, 2023)².

¹ Ver Brasil (2021).

² Ver trecho entre 0h45min44s e 0h47min17s.

Nesse contexto, o presidente dos Estados Unidos, Donald Trump, também tem criticado a atuação do Fed. De acordo com Strano (2025), a autoridade monetária estadunidense tem sido pressionada pelo governo a baixar a taxa de juros básica da economia, reflexo da percepção de que os preços do varejo estão diminuindo, combinado com o aumento das tarifas comerciais, que, segundo o presidente da República, estão deixando o país mais rico. Em vista disso, Trump chegou a afirmar, em Strano (2025, p.1), que o presidente do Fed “[...] vai deixar (o cargo). Se eu pedir, ele vai deixar. Eu não acho que ele está fazendo um bom trabalho. Sempre muito atrasado. Se eu quiser, ele vai sair. Acredita em mim”.

Em vista disso e diante de uma conjuntura de discordâncias entre um banco central autônomo, cuja perspectiva da política monetária tende a ser de gerar resultados a longo prazo, e o Governo Federal, que se inclina a privilegiar políticas econômicas que gerem efeitos no curto prazo, tendo em vista o mercado político, surge o seguinte problema para o caso do Brasil: a independência do BC tem contribuído para a eficiência da política monetária como instrumento de promoção ao desenvolvimento econômico do país?

De modo geral, entende-se que, apesar das críticas, a atuação do BC tem refletido estabilidade monetária e, portanto, contribuído para um cenário favorável ao desenvolvimento econômico do país, tendo em vista que esse é um fenômeno de longo prazo e, portanto, demonstra a relevância da busca pela resposta ao questionamento levantado.

Com base em alguns pressupostos da NEI, como a importância da evolução do ambiente institucional para o desenvolvimento econômico, a presente pesquisa tem como objetivo geral analisar o cenário político-econômico brasileiro frente à formalização da independência do BC. Especificamente, pretende-se: a) verificar casos de países que possuem banco central tanto vinculado ao Governo Federal e quanto independente; b) analisar a evolução do ambiente institucional referente à autonomia do BC; c) investigar as percepções do Governo Federal a respeito da independência do BC; d) avaliar a atuação do BC na condução da política monetária); e e) identificar o desempenho da economia brasileira, a partir de 2015, por meio de alguns indicadores macroeconômicos.

O trabalho está dividido em cinco seções, incluída esta introdução. A seguir, tem-se o referencial teórico, caracterizado pela discussão da importância das instituições e da política econômica frente à promoção do desenvolvimento

econômico. A terceira seção é marcada pela apresentação do método e dos procedimentos metodológicos. Em seguida, os resultados são apresentados e discutidos. Na quinta seção, busca-se responder ao problema de pesquisa por meio de algumas considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Inicialmente, visando contemplar uma definição mais precisa dos conceitos teóricos que serão utilizados ao longo do desenvolvimento e para a análise de resultados, este capítulo aborda alguns temas relacionados à política econômica, em especial, a monetária, e à importância das instituições para o desenvolvimento econômico. De modo geral, pretende-se evidenciar a relevância das regras formais e informais e da estabilidade monetária no processo de geração de bem-estar social.

2.1 Desenvolvimento e instituições

O desenvolvimento econômico é um conceito que vai muito além do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) de uma nação, pois está conectado a algumas variáveis, todas igualmente importantes, que atuam em conjunto para que este primeiro aconteça. Dentre elas, tem-se: estabilidade de preços, distribuição de renda e aumento da produtividade. Assim, o desenvolvimento econômico pode ser entendido como um:

[...] processo de sistemática acumulação de capital e de incorporação do progresso técnico ao trabalho e ao capital que leva ao aumento sustentado da produtividade ou da renda por habitante e, em consequência, dos salários e dos padrões de bem-estar de uma determinada sociedade (Bresser-Pereira, 2006, p. 2).

O desenvolvimento possui em sua essência um aspecto ligado a questões sociais, e o aumento do bem-estar, normalmente colocados em segundo plano pelas autoridades centrais do governo e formadores de políticas econômicas, em detrimento das seguintes variáveis: investimento, exportações e crescimento (Furtado, 1974). Devido a isso, é necessário estender a análise de forma mais detalhada as variáveis que compõe o desenvolvimento econômico, citadas anteriormente.

A estabilidade de preços de uma economia é um dos pilares fundamentais para o desenvolvimento, devido ao fato de que o planejamento das famílias e das empresas, em termos de investimento, está diretamente relacionado à expectativa que os mesmos possuem em relação à variação de preços (Filho, 2001). Portanto, os agentes econômicos podem tomar decisões que desfavorecem o avanço da economia: por exemplo, aumentar o nível de poupança, dada a incerteza

(subinvestimento), e diminuir, conseqüentemente, o nível da atividade econômica como um todo, o que vai refletir negativamente nos salários, na renda (e na sua distribuição) (Filho, 2001).

No que tange à evolução da renda, o indicador mais utilizado para medir o seu nível em determinada sociedade é o PIB *per capita*, que pode ser entendido como a “[...] (divisão do PIB pelo número de habitantes), que mede quanto do PIB caberia a cada indivíduo de um país se todos recebessem partes iguais [...]” (IBGE, 2025a, p.1).

Tendo em vista essa definição de desenvolvimento, o próximo ponto é verificar quais as maneiras possíveis de se alcançar os maiores níveis de bem-estar social para o número máximo de indivíduos possíveis. Para tanto, faz-se necessário ter como ponto de partida uma questão fundamental relacionada a atividade econômica: “como coordenar as atividades que empregam os recursos disponíveis, de forma a aumentar o bem-estar social, reduzindo os conflitos naturalmente gerados pela atividade econômica? (Fiani, 2011, p. 2).

Sob essa ótica, visando coordenar as interações e reduzir os conflitos, surgem as instituições, que, para North (2018), são concebidas como as “regras do jogo”, isto é, um conjunto de normas que estruturam as interações políticas, econômicas e sociais, orientando as escolhas e reduzindo a incerteza. Ainda, segundo o autor, elas podem ser classificadas como a) formais: incluem leis, regulamentos, a carta magna de um país e contatos; e b) informais: abrangem valores culturais, tradições, crenças e códigos morais. A interação entre essas dimensões institucionais afeta diretamente: a forma como os mercados funcionam, a alocação dos recursos e o nível de cooperação entre os agentes econômicos e as perspectivas de crescimento de longo prazo.

2.1.1 Regras formais

Seguindo no escopo do ambiente institucional, faz-se necessária uma análise sobre as regras formais, que fazem parte das “regras do jogo” (North, 2018, p. 13). Visando compreender a sua importância dentro do ambiente institucional, será feita uma breve introdução sobre estas, destacado brevemente sua relação com os custos de transação, buscando compreender como esta relação impacta a economia.

Conforme North (2018, p. 86), as regras formais podem abranger “[...] regras políticas (e jurídicas), regras econômicas e contratos. A hierarquia de tais regras,

desde constituições, passando por leis e por regulamentos específicos, até contratos individuais, estipula restrições que vão de regras gerais a estipulações específicas.

Buscando entender o impacto e a aplicação destas regras formais na atividade econômica é necessário destacar que, estas interagem com a atividade econômica em um ambiente institucional, que pode ser definido como “[...] o conjunto de regras fundamentais de natureza política, social e legal, que estabelece a base para a produção, a troca e a distribuição” (Davis; North, 1971 *apud* Fiani, 2011, p. 4), englobando, por exemplo, a constituição nacional de um país.

Para exemplificar esta atuação, pode ser usado como exemplo a relação trabalhista entre um empregado e seu empregador: o ambiente institucional instituído trata-se da legislação trabalhista aplicável a este vínculo, que se refere as regras formais envolvidas nesta relação (contrato de trabalho, leis trabalhistas de regime específico, entre outros). Para além disso, têm-se os códigos de conduta e ética nas empresas, que são legislações mais específicas de determinadas organizações, contudo, com impacto direto na atividade econômica. Portanto, estas duas variáveis vão afetar diretamente o valor do capital da empresa e os benefícios do trabalhador, tanto positivamente quanto negativamente.

Não apenas neste aspecto, mas conforme destaca North (2018), é importante observar os interesses embutidos nas regras formais, que conforme o autor, podem ser políticos ou econômicos, isto é, “em situação de equilíbrio, uma dada estrutura de direitos de propriedade (bem como a aplicação deles) será congruente com determinado conjunto de regras políticas (bem como com a aplicação delas)” (North, 2018, p. 89). Ainda conforme o autor, um exemplo disto, são regras que recusam franquias, impõem barreiras de entrada ou impedem a mobilidade de fatores em determinados mercados, e possuem, portanto, interesse privado, prevalecendo sobre o bem-estar social.

Outro elemento fundamental diz respeito à evolução das instituições ao longo do tempo (North, 1994), isto é, que as mudanças institucionais ocorrem de maneira incremental, evolutiva e cumulativa, sendo impulsionadas tanto por pressões internas — por exemplo, conflitos políticos, transformações sociais e movimentos culturais — quanto por fatores externos, tais como choques tecnológicos ou alterações no ambiente internacional.

Buscando-se compreender o papel das instituições no desenvolvimento, torna-se relevante o entendimento acerca do impacto dessas nas organizações que,

conforme destaca Fiani (2011), consiste numa distinção fundamental de ser feita. Segundo o autor, enquanto instituições “[...] são regras gerais de interação social”, as organizações consistem em “[...] grupos de indivíduos ligados por um conjunto de regras específicas (suas próprias instituições) as quais visam à ação coletiva do grupo em torno de um objetivo comum” (Fiani, 2011, p. 8). Portanto, as instituições, por consistirem nas regras do jogo na sociedade, estabelecem os mecanismos que possibilitam o surgimento de organizações, além de buscar tornar as relações econômicas previsíveis (Fiani, 2011, p. 8).

De modo geral, as instituições constituem elementos capazes de estruturar e definir o rumo e o ritmo do desenvolvimento. Assim, com base em North (2018; 2006; 1994; 1993), compreender a natureza, o funcionamento e a evolução das instituições é indispensável para uma análise confiável sobre o crescimento econômico, a redução da pobreza e promoção do bem-estar social, sendo essa a base sobre a qual se assentam políticas públicas eficazes e estratégias de desenvolvimento econômico. Por exemplo, de acordo com North (1993), as instituições formais são essenciais para estabelecer um ambiente de previsibilidade e segurança jurídica, promovendo a confiança necessária para a realização de investimentos no longo prazo.

North (2018, p. 87) define a função das regras formais como “[...] facilitar a troca, seja ela política ou econômica”. O autor destaca que, tanto estrutura de direitos vigentes quanto o caráter de sua aplicação definem as oportunidades de maximização da riqueza dos atores, que irão realizar trocas políticas ou econômicas visando este fim (North, 2018, p. 87) e, portanto, terão impacto direto na atividade econômica.

2.1.2 Regras informais

Para North (2018, p. 18), as instituições informais, que são constituídas por “costumes, tradições e códigos de conduta”, moldam o comportamento dos indivíduos de forma persistente e profunda, mesmo na ausência de sanções formais. Essas regras não escritas emergem historicamente em contextos específicos e refletem a complexidade das relações humanas ao longo do tempo. De acordo com o autor, ao destacar a importância de conhecer o perfil das instituições para o desenvolvimento econômico, é necessário “[...] adquirir informações sobre o perfil da economia [...] e das instituições [...] bem como as instituições responsáveis por tais custos” (North, 2006, p. 21). Define a cultura como “[...] transferência, de uma geração a outra, de

conhecimentos, valores e outros fatores que afetam o comportamento” (North, 2006, p. 22). Essa resiliência das normas informais evidencia seu poder na estruturação da sociedade e na sustentação das instituições formais, funcionando como base sobre a qual as leis e organizações operam.

Fiani (2011) reforça essa visão ao argumentar que as instituições informais são responsáveis por grande parte da estabilidade dos arranjos sociais e econômicos. Ele ressalta que a confiança interpessoal, por exemplo, é elemento decisivo para a cooperação sustentável e está fortemente enraizada em regras informais compartilhadas dentro de uma comunidade. Como explica North (2018, p. 81), “[...] podemos examinar e testar empiricamente quais ordens de restrições informais muito provavelmente geram comportamento cooperativo [...]”, principalmente em contextos em que o sistema jurídico é ineficiente ou inacessível.

Além disso, North (2018) chama a atenção para a persistência das instituições informais mesmo quando entram mudanças formais necessárias ao desenvolvimento. Ele adverte que reformas legais fracassam quando não consideram o enraizamento das normas sociais preexistentes, uma vez que:

As economias que não têm tradição de instituições informais e percepções ideológicas para ajudá-las a se ajustar às tensões e dificuldades de mercados impessoais, da competitividade e de outras consequências institucionais que derivam dos imperativos tecnológicos de uma segunda revolução econômica simplesmente não conseguem se ajustar da noite para o dia (North, 2006, p. 31).

Assim, compreender a dinâmica das instituições informais é fundamental para qualquer tentativa de reforma institucional eficaz, pois o descompasso entre as duas dimensões pode resultar em instabilidade e ineficiência.

Dessa forma, as instituições informais não apenas complementam as instituições formais, mas frequentemente determinam os limites de sua eficácia. São elas que, ao moldar costumes, crenças e padrões de conduta, tendem a definir o que é considerado legítimo, justo ou aceitável numa dada sociedade. Em consequência, o estudo dessas normas torna-se indispensável para a compreensão do desempenho econômico de longo prazo (North, 2018).

A relação entre instituições formais e informais é complexa e dinâmica. Conforme explica Fiani (2011), instituições formais tendem a ser facilmente modificáveis por decisões políticas e processos legislativos, enquanto as instituições

informais possuem maior resistência à mudança, devido ao fato de estarem profundamente enraizadas na cultura e nas práticas cotidianas da sociedade. Essa diferença cria uma dicotomia no processo de mudança institucional, através de desajustes e conflitos, quando as alterações formais não são acompanhadas por mudanças correspondentes no âmbito informal. Por exemplo, reformas legais que buscam estabelecer novos direitos ou deveres podem ser ineficientes se as normas informais ainda incentivarem comportamentos contrários.

Portanto, compreender as instituições não apenas como dispositivos legais, mas também como construções sociais enraizadas em valores e práticas, é essencial para analisar e promover o desenvolvimento econômico. Conforme sintetiza North (1993), o sucesso de políticas institucionais possui forte dependência da capacidade de articular, normas formais e informais de forma harmoniosa, criando um ambiente institucional que leva à cooperação, redução dos custos de transação e à promoção do desenvolvimento.

2.1.3 Custos de transação

Nesta subseção, será discutido sobre como os custos de transação podem afetar negativamente uma economia, juntamente do fato de que a sua existência, em alguns casos específicos, pode inviabilizar a atividade econômica e moldar a forma como o mercado negocia.

Para Coase (2017, p. 32), grande parte do que ocorre no sistema econômico tem o intuito de reduzir os custos de transação ou tornar viável aquilo que está impedido pela existência destes. Analisando as vantagens da organização das “firmas” (empresas), principalmente pelo fator de eliminar a necessidade de vários contratos individuais (por exemplo a relação trabalhista) Coase (2017, p. 39) destaca que, “o contrato é aquele por meio do qual o fator, por uma determinada remuneração (que pode ser fixa ou flutuante), concorda em acatar as ordens de um empresário dentro de determinados limites”.

A NEI busca corrigir a corrente neoclássica, questionando o estudo dos mercados de forma isolada. Propõe que os mercados funcionam de forma simultânea e estão inseridos em contextos institucionais específicos, que moldam os custos de transação (Williamson, 2000).

Esses custos incluem os recursos necessários para negociar, monitorar e garantir o cumprimento de contratos, e podem ser significativamente reduzidos quando as instituições promovem segurança jurídica, previsibilidade e confiança entre os agentes. Desse modo, as instituições são vistas como essenciais para a eficiência econômica, pois reduzem a incerteza e facilitam a coordenação entre os participantes do mercado, permitindo maior volume e qualidade nas transações econômicas.

A natureza dos custos de transação se dá devido ao fato de que, mesmo o comportamento humano sendo intencionalmente racional, ainda assim, este encontra limitações (Fiani, 2013). O autor afirma que, mesmo com a existência de racionalidade limitada, esta perderia qualquer interesse analítico, caso o ambiente econômico fosse totalmente previsível, portanto, para além da racionalidade limitada, o ser humano enfrenta a complexidade e a incerteza.

Sendo assim, dessas três variáveis, surgem espaços para agentes oportunistas atuarem na economia. Fiani (2013) destaca que, diferentemente do uso tradicional da linguagem, agente oportunista, na Teoria dos Custos de Transação (TCT), é aquele que aproveita da assimetria de informação para obter vantagens em determinada negociação.

Analisando o avanço das organizações, Williamson (2012, p. 15) evidencia que “[...] o desenvolvimento das instituições econômicas do capitalismo nos últimos 150 anos enseja consideração em termos de custos de transação”. Esta evolução das instituições visa justamente reduzir esses custos, criando condições favoráveis para que os agentes econômicos possam interagir de uma maneira mais previsível e segura (North, 2018).

A redução dos custos de transação, como observado em North (2018), Williamson (2000) e Fiani (2011), não é um objetivo consciente das instituições, mas de uma consequência não intencional da sua evolução. Com isso, elas são selecionadas ao longo do tempo com base em sua capacidade de economizar custos de transação, tornando-se mais eficientes na medida em que facilitam as interações sociais e econômicas (Williamson, 2000).

Desse modo, a eficiência institucional advém de um processo evolutivo, onde arranjos institucionais podem ser entendidos como ambientes de negociação com regras pré-determinadas de forma específica. Uma das definições de arranjo institucional é:

Um mercado, com as suas regras específicas (como um mercado de capitais) seria um caso de arranjo institucional que minimiza os custos de transação e reduzem conflitos tendem a ser preservados, enquanto arranjos ineficientes são gradualmente abandonados ou reformulados (Fiani, 2011, p. 4).

Ao reduzir os custos de transação, as instituições desempenham um papel crucial promovendo o desenvolvimento econômico, pois viabilizam o aumento do escopo das atividades produtivas e a especialização do trabalho. Mercados que operam com baixos custos de transação são mais propensos a gerar inovações tecnológicas, ampliar os investimentos em capital humano e promover maior integração entre as economias dentro de cadeias globais de valor. Além disso, a previsibilidade proporcionada por instituições estáveis, favorece o planejamento de longo prazo, que é uma condição indispensável para o desenvolvimento econômico (North, 2006, p. 11-15).

Correlacionando os custos de transação com o surgimento e crescimento das firmas, Coase (2017, p. 44) destaca que a expansão da firma se dá quando: “[...] os custos de organizar uma transação extra no âmbito da firma se tornem iguais aos custos de realizar a mesma transação por meio de uma troca no mercado aberto ou aos custos de organização em outra firma”.

2.1.4 Instituições, tempo e desempenho econômico

A compreensão do desempenho econômico ao longo do tempo exige o abandono de modelos estáticos e a incorporação de duas dimensões cruciais frequentemente negligenciadas pela teoria neoclássica tradicional: as instituições e o tempo. As instituições, como já observado, são definidas como as restrições criadas pelo ser humano para estruturar a interação política, econômica e social, sendo compostas por regras formais, restrições informais e suas respectivas características de aplicação (*enforcement*). Juntas, elas definem a estrutura de incentivos de uma sociedade e determinam os custos de transação e de transformação, sendo, portanto, os determinantes básicos do desempenho econômico (North, 1994).

A evolução institucional é um processo incremental e contínuo que resulta da interação entre as instituições (regras do jogo) e as organizações (os jogadores), moldada fundamentalmente pelo processo de aprendizagem humana ao longo do tempo. Os modelos mentais que os indivíduos constroem para interpretar o mundo

evoluem com base em experiências e na herança cultural, influenciando as escolhas que alteram gradualmente as instituições. Não há garantia de que essas escolhas conduzam necessariamente ao crescimento econômico; muitas vezes, economias estagnam porque suas instituições e sistemas de crenças não evoluem para permitir o intercâmbio impessoal e complexo necessário para a especialização produtiva e a realização de ganhos de comércio (North, 1994).

Por fim, de acordo com North (1994), o conceito de dependência de trajetória (*path dependence*) demonstra que o aprendizado coletivo e a cultura filtram as opções disponíveis, fazendo com que o passado exerça uma poderosa influência sobre o presente e o futuro das economias. Isso implica que a simples importação de regras formais de economias bem-sucedidas, como a autonomia de um banco central, por exemplo, não é condição suficiente para o bom desempenho econômico se não estiver alinhada com regras informais e mecanismos de aplicação locais. Para o desenvolvimento de longo prazo, segundo o autor, a chave reside na eficiência adaptativa, ou seja, na capacidade de se desenvolver estruturas institucionais flexíveis que resistam a choques e evoluam, em vez de focar apenas na eficiência alocativa de curto prazo.

2.2 Política econômica, estabilidade macroeconômica e desenvolvimento

2.2.1 Política econômica: fundamentos, tipos e objetivos

Política econômica pode ser entendida como a intervenção do Estado na economia que, conforme Vasconcelos (2014, p. 31), “fixa as instituições sobre as quais se desenvolverão as atividades econômicas”. Conforme Mankiw (2013), existem quatro tipos de intervenções possíveis em formas de políticas utilizadas pelo Estado, sendo elas: política fiscal, política monetária, política cambial e política de rendas. A natureza dessas políticas reflete a orientação ideológica, a estrutura institucional e o estágio de desenvolvimento econômico de cada país. Conforme argumenta North (2018), o desempenho econômico está fortemente condicionado pelas instituições que moldam os incentivos e coordenam as interações entre os agentes.

A política fiscal, por definição é “[...] o estabelecimento dos níveis de gastos do governo e dos impostos pelos formuladores de políticas” (Mankiw, 2013, p. 798). Envolve, portanto, a arrecadação de tributos e o nível dos gastos públicos. Trata-se

de um instrumento relevante tanto para o crescimento quanto para a justiça social, visto que conforme Mankiw (2013), o governo pode aumentar a renda das famílias reduzindo impostos. Logo, em tempos de crise, políticas fiscais expansionistas podem ajudar a reativar a economia. Em contrapartida, em contextos de superaquecimento, políticas fiscais contractionistas podem conter a inflação (Mankiw, 2013). Segundo Bresser-Pereira e Nakano (2002), a política fiscal deve ser formulada com responsabilidade macroeconômica, mas também com sensibilidade social para promover o desenvolvimento com equidade.

Em vista disso, tem-se a identidade macroeconômica fundamental da renda nacional, observada em Mankiw (2013). Destaca-se que todas as variáveis à direita da igualdade impactam o produto, como por exemplo, é possível afirmar que um aumento nos gastos dos governos acarreta elevação da quantidade de bens e serviços demandada, o que eleva a renda nacional de equilíbrio mais que proporcionalmente.

$$Y = C + I + G + NX$$

Em que:

C é o consumo das famílias.

I é o investimento.

G consiste nos gastos do governo.

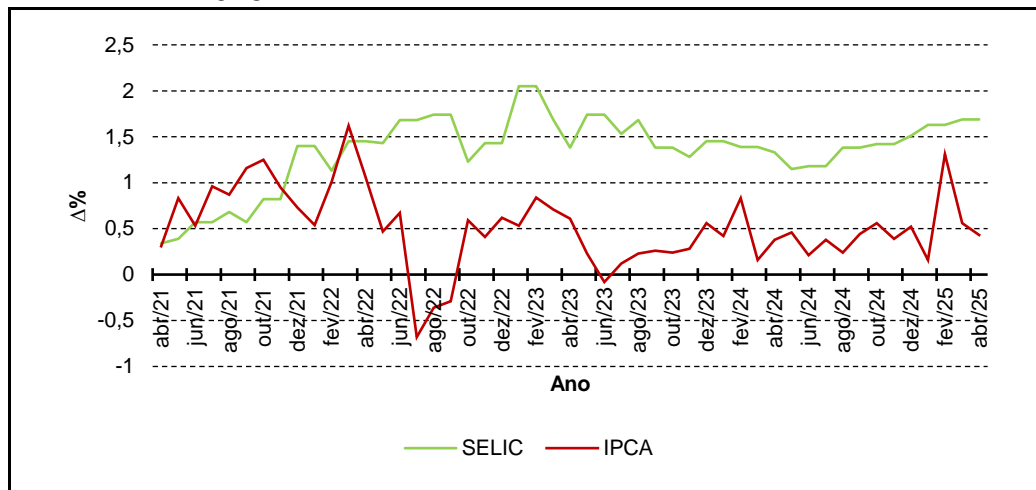
NX são as exportações líquidas.

A política monetária, por sua vez, definida por Mankiw (2013, p. 798) é “o estabelecimento da oferta de moeda pelos formuladores de políticas do banco central”. Um banco central, como autoridade monetária, tem a função de assegurar um ambiente macroeconômico previsível. Quando conduzida com credibilidade e transparência, a política monetária reduz as expectativas inflacionárias e estimula o planejamento de longo prazo pelos agentes econômicos. A estabilidade de preços, portanto, pode ser tida como uma atribuição fundamental da autoridade monetária.

Um exemplo de como a política monetária pode afetar o desenvolvimento é o impacto que a variação da taxa de juros, definida pela autoridade monetária, tem nos preços dos itens. Em vista disso, o Gráfico 1, ilustra a evolução da taxa de juros do Brasil, taxa SELIC (ao mês) e o preço médio dos itens medido através do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), ao mês, observado em IBGE (2025b), num

período de quatro anos, pós pandemia do Covid-19, quando a autoridade monetária nacional, tendo em vista uma possível alta da inflação, buscou frear a atividade econômica elevando a taxa básica de juros (Banco Central do Brasil, 2021).

Gráfico 1 – Brasil: evolução da taxa Selic e da inflação (IPCA), 2021-2025



Fonte: Elaborado pelo próprio autor com base em: Banco Central do Brasil (2025b) e IBGE (2025b).

Com relação à política cambial, conforme Vasconcelos (2014, p. 112), ela “refere-se à atuação do governo sobre a taxa de câmbio”. Segundo o autor, as autoridades monetárias podem fixar a taxa de câmbio (regime de taxas fixas de câmbio) ou permitir que ela seja flexível (regime de taxas flutuantes de câmbio). Câmbio artificialmente valorizado pode gerar déficits comerciais, desindustrialização e vulnerabilidade externa. Portanto, é possível observar que “a condução da política cambial afeta diretamente a vida do cidadão, mesmo que não tenha transações com exterior” (Banco Central do Brasil, 2025b, p. 1).

De acordo com Ricardo (1996), a vantagem comparativa entre as nações está diretamente relacionada à estrutura produtiva e às condições de troca, aspectos que a política cambial influencia decisivamente.

No que tange à política de rendas, ela “refere-se à intervenção direta do governo na formação de renda (salários, aluguéis), com o controle e congelamento de preços” (Vasconcelos, 2014, p. 113). Conforme o autor, pode-se incluir mecanismos de negociação coletiva, política de salário-mínimo e controle de preços em setores estratégicos. Quando coordenada com as demais políticas econômicas, pode contribuir para a coesão social e o equilíbrio macroeconômico. Sendo assim, a política

de rendas pode exercer papel importante na manutenção do poder de compra das famílias de baixa renda e, portanto, na sustentação do mercado interno. Segundo Smith (1996), a intervenção estatal na regulação de preços e salários é justificada quando visa garantir condições mínimas de bem-estar e funcionalidade do sistema de trocas.

A política econômica, quando bem articulada e implementada em ambiente institucional sólido, contribui para a estabilidade e para a criação das condições necessárias ao desenvolvimento econômico. Desde Adam Smith [Smith (1996)], há o reconhecimento de que o mercado possui capacidades de alocação eficientes, mas também limitações estruturais. O autor defendia um papel mínimo do Estado, limitado à garantia da segurança nacional, à aplicação da justiça e à oferta de bens públicos. Já Ricardo (1996) enfatizou o papel da especialização produtiva e das vantagens comparativas como vetores do progresso, contribuindo para fundamentar as políticas comerciais modernas.

2.2.2 Estabilidade macroeconômica

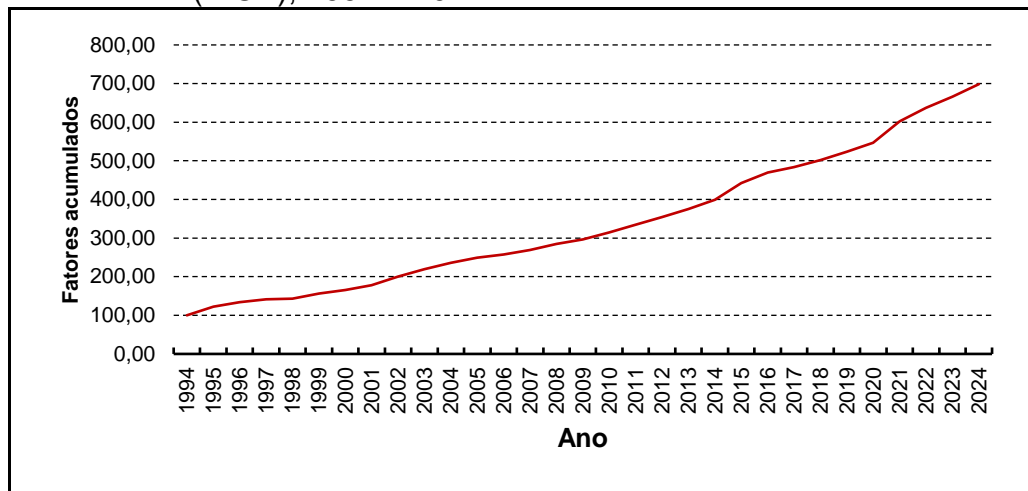
Essa parte do trabalho evidencia a importância da estabilidade macroeconômica para o desenvolvimento, seu conceito e alguns indicadores. Busca-se uma definição mais precisa do termo, pois geralmente é feita de forma mais abrangente, visto que se trata de uma série de indicadores e fatores ligados a aspectos econômicos e sociais.

A estabilidade macroeconômica envolve diversas variáveis que estão conectadas entre si, o que torna o entendimento deste tema complexo e fundamental para a tomada de decisão referente a políticas econômicas, visando o desenvolvimento de uma nação.

Ao se buscar entender a importância do controle da inflação na estabilidade econômica, faz-se necessário conceituar inflação, que, conforme Vasconcelos (2014, p. 246), se caracteriza como um “[...] aumento contínuo e generalizado no nível geral de preços”. Ainda, conforme o autor, no longo prazo, a inflação tem um efeito em cadeia que prejudica a economia como um todo, pois as perdas salariais farão com que os empresários também percam, porque venderão menos; o governo é igualmente afetado, uma vez que a arrecadação de impostos é reduzida com a diminuição da produção e do poder aquisitivo. (Vasconcelos, 2014).

Portanto, controlar os preços na economia é um fator fundamental para garantir o poder de compra das famílias e possibilitar planejamentos de longo prazo, como aquisições de bens ou investimentos por parte das empresas. Para isso, os níveis de preço devem permanecer estáveis, o que diminui a incerteza e gera “[...] uma situação em que pessoas comuns, em seu curso normal de negócios, não estão pensando e se preocupando com a inflação” (Blinder, 1995, p. 1). O Gráfico 2 busca demonstrar o poder corrosivo da inflação, por meio da apresentação da evolução acumulada do IPCA, a partir de 1994 (base: 100).

Gráfico 2 – Brasil: evolução do índice de preços ao consumidor amplo (IPCA), 1994 – 2024



Fonte: Elaborado pelo próprio autor com base em: IPEA (2025a).

Nota-se, no Gráfico 2, que houve um aumento de cerca de 600% no nível geral de preços. Portanto, se um item custava R\$ 100,00, em 1994, tem seu preço corrigido, em 2024, para R\$ 700,00. Este dado, quando comparado com a variação do salário-mínimo (nominal) - que era de R\$ 572 anuais em 1994, e finalizou 2024 em R\$ 16.944, uma variação de 2.859,65% para o período³ - demonstra que a inflação tende a reduzir o poder de compra (valor da moeda) no longo prazo.

Ainda sobre estabilidade, entrando na competência da política fiscal exercida pelo Estado, Gadelha (2023, p. 70) destaca que “o aumento da confiança nas contas públicas colabora para a redução da ‘percepção de risco’ em relação ao país, podendo contribuir para a diminuição das taxas de juros de longo prazo”. Componente essencial da estabilidade macroeconômica, visto que é necessária para que o Estado

³ Dados elaborados pelo autor com base em (IPEA, 2025b). Se corrigido pelo fator acumulado de 2024, o valor do salário-mínimo atualizado seria cerca de R\$ 3.995,00.

mantenha sua capacidade de financiamento sem recorrer à emissão inflacionária de moeda ou ao endividamento excessivo.

No que tange a estabilidade de preços, visando uma taxa de câmbio adequada, a política cambial também se faz presente na busca pela estabilidade macroeconômica, podendo ser definida como “[...] o conjunto de medidas que define o regime de taxas de câmbio - flutuante, fixo, administrado - e regulamenta as operações de câmbio” (Banco Central do Brasil, 2025g, p. 1).

Para melhor dimensionar esse efeito, pode ser feita uma breve análise usando como exemplo grandes países exportadores de *commodities*, como é o caso do Brasil, que é um dos três maiores exportadores de soja do mundo (Figueira; Galache, 2023, p. 2). Estes países tendem a sofrer um impacto ainda maior na inflação quando o câmbio está desfavorável, visto que possuem alta concentração de receitas em exportações. A título de exemplo, o Brasil em 2024 exportou US\$ 337 bilhões, dos quais 13% referem-se apenas à soja (Brasil, 2025), uma *commodity* altamente sensível ao câmbio.

Tendo isso em vista, ao aplicar essa lógica à identidade macroeconômica fundamental da renda nacional (Mankiw, 2013), observa-se que o aumento das exportações líquidas provoca uma variação positiva mais que proporcional no produto total. Assim, em um cenário de desvalorização cambial, ocorre, por consequência, o aumento do produto. Por outro lado, sob a ótica da inflação, haverá uma elevação nos preços atrelados à moeda internacional. Isso é particularmente relevante para o Brasil, cujos diversos produtos da cesta básica são influenciados pelo comércio exterior.

A estabilidade macroeconômica, conforme observado na literatura, como em Bresser-Pereira (2006), é, portanto, mais do que uma meta isolada; ela é a base sobre a qual se constroem as estratégias de desenvolvimento de longo prazo. Sem estabilidade, torna-se inviável o desenvolvimento econômico visto que a incerteza possui um caráter inflacionário e redutivo da atividade econômica. A estabilidade cria o ambiente necessário para que o desenvolvimento ocorra. Simultaneamente, este consolida a estabilidade ao ampliar a base produtiva, fiscal e social da economia.

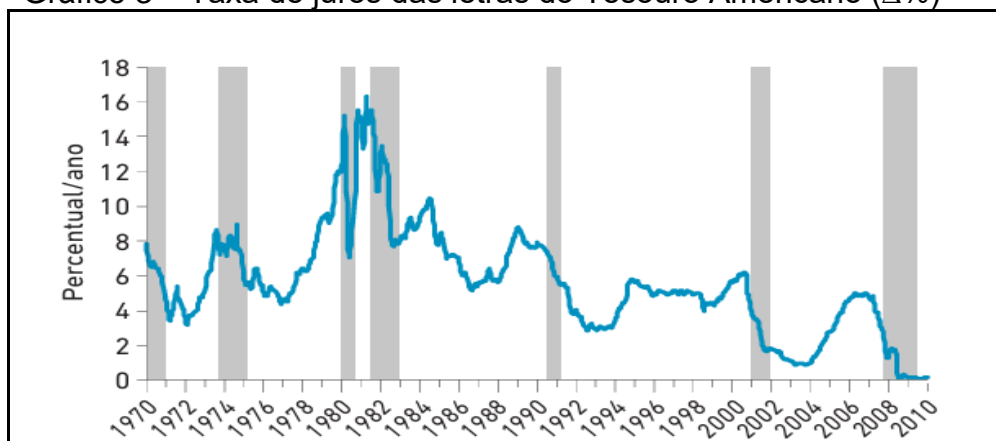
2.2.3 Estabilidade monetária, regime de metas de inflação e atuação dos bancos centrais

Nesta subseção, será analisada a atuação dos bancos centrais em suas respectivas economias, e qual a importância desta para a estabilidade monetária. Além de analisar o funcionamento do regime de metas para a inflação, adotada por alguns países, como o Brasil e os Estados Unidos, por exemplo.

2.2.3.1 Estabilidade monetária

Partindo do princípio de que a inflação é um fenômeno monetário (Neves; Oreiro, 2008), a taxa de juros, portanto, irá desempenhar um papel crucial no ciclo econômico (Dornbusch, 2013). Buscando melhor entender esta relação, é possível exemplificar o movimento cíclico das taxas de juros por meio do Gráfico 3, que traz a evolução da taxa de juros dos títulos emitidos pelo Tesouro Americano, entre os anos 1970 e 2010, evidenciando altos níveis de juros praticados precedendo uma recessão. Geralmente após estes períodos, através de política monetária expansionista, tem-se recuo dos juros, visando a recuperação econômica.

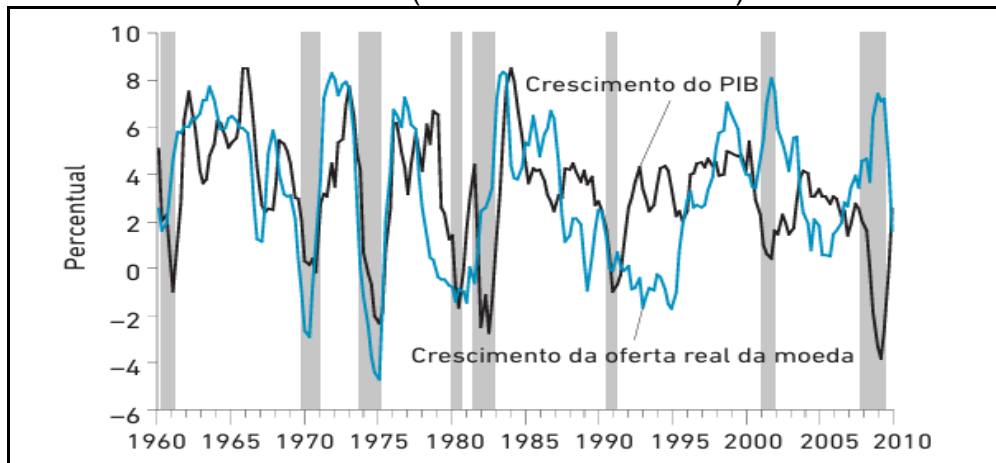
Gráfico 3 – Taxa de juros das letras do Tesouro Americano ($\Delta\%$)



Fonte: Dornbusch, Fischer e Startz (2013, p. 213).

Relacionando a movimento dos juros com seu impacto na oferta de moeda e produto da economia, o Gráfico 4 demonstra o crescimento da moeda e do produto nos EUA no período de 1960 a 2010.

Gráfico 4 – Crescimento do PIB (trimestral) e crescimento da oferta real da moeda (durante o ano anterior) nos EUA



Fonte: Dornbusch, Fischer e Startz (2013, p. 213).

Nota-se uma forte relação, mas não absoluta, entre o crescimento da moeda e o crescimento do produto. Um dos possíveis fatores que influenciam o crescimento da moeda é a redução da taxa de juros, que além de gerar um efeito de maior oferta monetária, também pode influenciar o produto da economia.

As autoridades monetárias tendem a aumentar a taxa de juros para controlar a inflação, pois, com isso, além de desestimularem a quantidade de papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista (M1), ou seja, a oferta monetária, aumentam o custo do investimento, o que, conseqüentemente, reduz o produto total da economia, relação esta que pode ser explicada pela fórmula do investimento, observada em Dornbusch, Fischer e Startz (2013, p. 217), que demonstra uma relação inversamente proporcional entre o nível de investimentos e a taxa de juros.

$$I = \bar{I} - bi$$

Onde:

$b > 0$.

i refere-se à taxa de juros.

b refere-se à sensibilidade do investimento em relação à taxa de juros.

\bar{I} é o gasto com investimento autônomo (que independe da renda e da taxa de juros).

A capacidade que um Banco Central possui de influenciar nas taxas de juro, reside principalmente no poder de monopólio que este detém relativamente a emissão

da base monetária (Gameiro; Soares; Souza, 2011, p. 17). Influenciando as taxas de juros de curto prazo no mercado, este consegue controlar os custos de financiamento, considerando sempre os novos títulos que são emitidos ao mercado (Gameiro; Soares; Souza, 2011, p. 17).

Esta análise do impacto dos juros no investimento faz-se necessária pelo fato de expor a complexidade da decisão das taxas de juros a serem definidas pelas autoridades, visto que a baixa da taxa de juros tende a aumentar a inflação – tanto pela maior emissão de moeda (Gráfico 4) quanto pelo desincentivo direto ao investimento (retenção de moeda), enquanto uma taxa de juros em níveis mais elevados tende a desincentivar o crescimento do produto.

Kydland e Prescott (1977, p. 480, tradução nossa) destacam a preferência por uma taxa ótima de inflação e evidenciam que “é claro que reconhecemos que a inflação é um imposto sobre as reservas e a moeda, e um público mais informado pode preferir uma taxa de inflação positiva ou negativa”. Também afirmam que certo nível de inflação se faz necessário para a atividade econômica, visto que tem ligação direta com o desemprego. Tendo isto em vista, o avanço da análise deve ocorrer sobre a atuação dos bancos centrais sob a ótica do regime de metas de inflação.

No caso de uma inflação de demanda, por exemplo, medidas de contenção da inflação tendem a aumentar a taxa de desemprego e reduzir o nível de atividade econômica. Sendo esta relação detalhada pela curva de Phillips aceleracionista, que versa sobre a relação entre a variação da taxa de inflação e o desemprego (Blanchard, 2001, p. 153). A fórmula da curva é dada por:

$$\pi_T - \pi_{T-1} = (\mu + z) - \alpha u_t$$

Sendo as variáveis:

π_t a inflação.

π_{t-1} a inflação no período anterior.

μ o *markup*.

z outros fatores que afetam a fixação dos salários.

α o impacto do desemprego sobre os salários.

u_t o desemprego no período.

Portanto, é possível perceber que há uma relação entre a taxa de variação da inflação e o desemprego. Visto que, conforme Blanchard (2001) uma taxa de

desemprego baixa leva a um aumento da taxa de inflação e, dessa forma, a uma aceleração do nível de preços. O autor também afirma que π_{t-1} indica as expectativas de inflação.

Na sequência, para conter a inflação, se necessários maiores níveis de taxas de juros, aliados à uma taxa de inflação persistente (considerando outros fatores vistos anteriormente que afetam a inflação), surgirão novas expectativas, alterando assim o nível de investimento na economia, denotando a correlação e demonstrando que as variáveis, inflação, taxa de juros e desemprego, estão conectadas entre si.

Verifica-se que as variáveis renda, emprego e inflação também estão diretamente ligadas ao nível de moeda que circula na economia e ao impacto que as ações tomadas pelas autoridades monetárias, visando ajustar esse nível, podem causar na atividade econômica e bem-estar social.

Devido ao fato de que um descontrole monetário, ou um nível de moeda fora do desejado pela autoridade monetária, acarretará a atuação através de políticas monetárias visando uma correção, a estabilidade monetária tende a favorecer o desenvolvimento (Bresser-Pereira, 2006; Dornbusch, Fischer, Startz, 2013; Kydland; Prescott, 1977).

2.2.3.2 Metas de inflação

O modelo de metas para a inflação, onde os bancos centrais atuam, de acordo com uma meta pré-estabelecida (Banco Central do Brasil), funciona da seguinte forma: A meta para a inflação é anunciada publicamente e funciona como uma âncora para as expectativas dos agentes sobre a inflação futura, permitindo que desvios da inflação em relação à meta sejam corrigidos ao longo do tempo (Banco Central do Brasil, 2025c, p. 1)

Portanto, com base em um valor pré-estabelecido anteriormente, os agentes econômicos utilizam a política monetária de forma a “interferir” no índice de inflação utilizado em questão, buscando os níveis desejados.

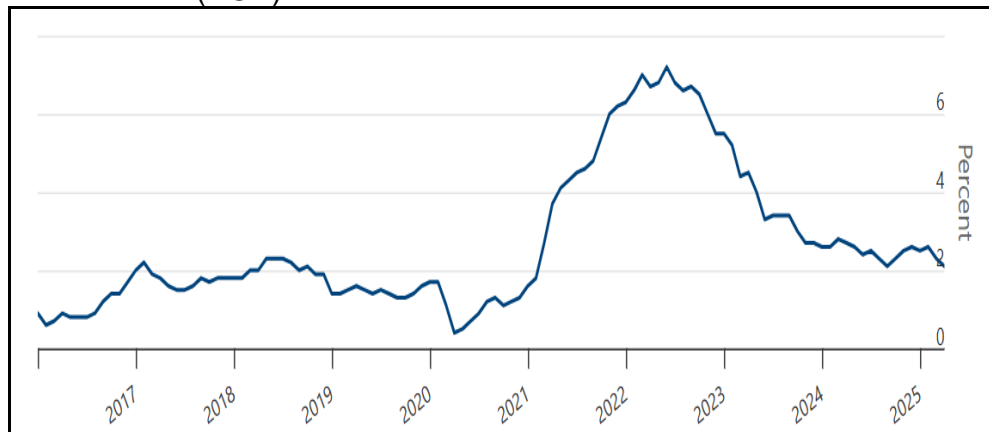
Conforme Neves e Oreiro (2008, p. 12), o uso de metas de inflação como objetivo final da política monetária surgiu através de” inúmeros trabalhos empíricos dos anos 1980 terem mostrado que a política monetária tem impacto sobre a economia real no curto prazo”. Ainda conforme os autores, existem quatro principais

características do “Novo Consenso Macroeconômico” (NCM) que convergem a este regime de atuação.

Baseando-se na NCM, de acordo com Neves e Oreiro (2008, p. 13), tem-se: primeiramente, prevalece a ideia de que políticas macroeconômicas (como a política fiscal) são desestabilizadoras em economias de mercado; posteriormente, devido ao objetivo da política monetária ser manter a inflação baixa e estável, converge com a concepção de neutralidade da moeda⁴. A terceira característica refere-se ao *Non-Acelerating Inflation Rate of Unemployment*⁵ (NAIRU); enquanto a última característica refere-se a lei de Say, que consiste no fato que “a demanda efetiva não tem papel importante na determinação do nível de equilíbrio de longo prazo, uma vez que os valores de equilíbrio são determinados pelo lado da oferta” (Neves; Oreiro, 2008, p. 13).

Em vista disso, o Gráfico 5 demonstra a variação percentual anual do índice oficial de inflação dos EUA, no período de 2017 a 2025:

Gráfico 5 – Variação do índice de preços do consumidor nos EUA (PCE)



Fonte: Federal Reserve (2025a).

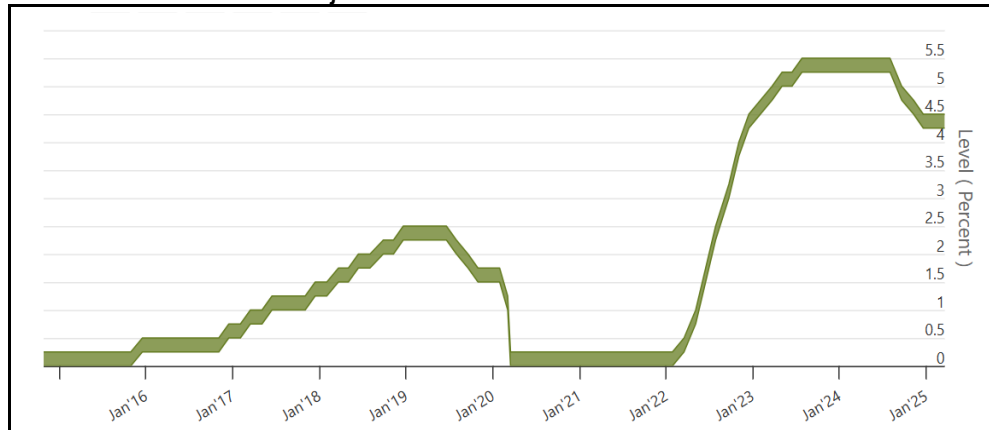
Nota-se que há uma variação expressiva entre 2020 e 2022, período marcado pela pandemia Covid-19. Diversos fatores internos e externos podem justificar este movimento, contudo, buscando uma explicação monetária para este fenômeno, o

⁴ A neutralidade da moeda indica que, no curto prazo, é afetado pela quantidade de moeda em circulação apenas o nível de preços em uma economia, e não o seu produto real (Patinkin, 1989 *apud* Mollo, 2019).

⁵ Taxa de desemprego que não acelera a inflação.

Gráfico 6 demonstra as taxas de juros praticadas pelo Fed, para o mesmo período (2017 – 2025).

Gráfico 6 – Taxas de juros do Fed



Fonte: Federal Reserve (2025b).

É possível observar que, principalmente entre os anos de 2020 até 2022, houve um período de baixa de juros, devido a pandemia da Covid-19, ao passo que o índice de preços atingiu sua máxima no período. Posteriormente, com a retomada da atividade econômica, houve uma elevação nas taxas de juros por parte do Fed, e conseqüentemente, uma queda no índice de preços dos EUA.

Verifica-se, portanto, que o modelo de atuação dos bancos centrais, buscando convergir para uma meta de inflação pré-determinada e garantindo a estabilidade de preços, garante também a ausência de movimentos desestabilizadores dos preços dos ativos. Baseando-se na visão de “[...] que considera que numa perspectiva de bem-estar social a inflação deve ser medida como um índice de ‘custo de vida ao longo da vida’” (Alchian; Klein, 1973 *apud* Gameiro; Soares; Sousa, 2011, p. 9), mantê-la sob controle é também garantir bem-estar social.

2.3 Populismo econômico e seu impacto sobre a condução da política econômica

A política econômica fiscal, assim como os demais instrumentos, quando utilizado de forma excessiva, pode resultar em problemas no longo prazo. Ao objetivar diminuir a capacidade ociosa e aumentar o salário real, o governo pode adotar medidas de despesas públicas superiores à arrecadação tributária que, no curto prazo, podem resultar em benefícios econômicos e políticos, mas, no longo prazo,

tem-se sérios problemas de desequilíbrio no balanço de pagamentos e no crescimento descontrolado do nível de preços, ou seja, instabilidade macroeconômica. De modo geral, essa sequência de acontecimentos é denominada pela literatura de populismo econômico.

Em vista disso, nesta seção, busca-se verificar a definição de populismo econômico, suas fases ou características e os possíveis impactos que pode gerar no índice de preços, nas taxas de juros e, conseqüentemente, na condução da política monetária e na atividade econômica.

Buscando inicialmente uma definição de populismo econômico, Dornbusch e Edwards (1991, p. 151) indicam que ele consiste numa:

[...] abordagem à economia que enfatiza o crescimento e a redistribuição de renda e desconsidera os riscos de inflação e o financiamento inflacionário do déficit, as restrições externas e a reação dos agentes econômicos a políticas agressivas que não se valham dos mecanismos de mercado.

É importante verificar que essa definição pode ser tida como uma análise normativa do termo, visto que, segundo os autores, políticas econômicas populistas fracassam e, quando isso ocorre, geram um custo bastante elevado, que recai de forma muito mais agressiva sobre os grupos que inicialmente visava beneficiar (Dornbusch; Edwards, 1991).

Buscando verificar como isto ocorre, faz-se necessária a análise do ciclo do populismo econômico. Dornbusch e Edwards (1991) destacam que o paradigma populista é uma reação contra uma experiência “monetarista”, que se propicia através de um cenário onde o país tem experimentado um crescimento lento, estagnação ou franca depressão, resultado de tentativas prévias de estabilização; há uma suposição que a capacidade ociosa proporciona margem para a ação, os riscos do financiamento inflacionário do déficit são descritos como infundados, rejeitando o pensamento tradicional, alegando-se que os custos decrescentes no longo prazo e a capacidade extra conteriam a pressão de preços.

Abordagens populistas baseiam-se em três pilares: reativação, redistribuição de renda e reestruturação econômica, sendo a retomada com distribuição o conceito unificador. O objetivo principal é a redistribuição de renda, tipicamente por meio de grandes aumentos reais de salário. Rejeita-se a desvalorização cambial, mesmo com a inflação, devido ao seu impacto inflacionário e à redução do padrão de vida. A

economia, portanto, precisaria ser reestruturada para poupar divisas e conseguir sustentar o crescimento e os salários reais mais elevados (Dornbusch; Edwards, 1991).

De acordo com Dornbusch e Edwards (1991), o paradigma populista possui quatro fases. Na primeira, ocorre um sucesso inicial das políticas macroeconômicas implantadas, crescimento do produto, salário real e emprego em alta, controles evitam o problema da inflação e a escassez é suprida via importações. Na fase II, a economia atinge pontos de estrangulamento. Devido a alta da demanda por bens e a falta de divisas, os baixos níveis de estoque agora são fontes de problemas. Na terceira fase, ocorre escassez generalizada, pois a aceleração extrema da inflação e a defasagem cambial levam à fuga de capital. Ocorre déficit orçamentário, devido à baixa arrecadação e aos subsídios concedidos. Assim, o governo tenta uma retomada via corte de subsídios e desvalorização da moeda, gerando a queda do salário real. Na última fase, sob um novo governo, adota-se uma política de estabilização ortodoxa, um programa do Fundo Monetário Internacional (FMI) é decretado e, quando tudo está feito, o salário real recuou de forma vigorosa e permanente, dada a fuga de capitais e a redução do investimento devido a péssima repercussão das medidas adotadas.

Tendo em vista sua definição e o ciclo, verifica-se que uma política econômica populista tende a surgir com a roupagem de igualitária e solucionadora de aparentes problemas de desigualdades, através de discurso propagado de um líder, mesmo antes da chegada ao poder. Em vista disso, Schmidtke e Fonseca (2025, p. 265) destacam que, na primeira fase, “[...] o líder, geralmente ainda na oposição, anuncia suas críticas ao modelo vigente, denunciando seu caráter perverso, antinacional e antipopular, concentrador de renda e favorecedor de grupos de interesse elitistas”.

Após assumir o poder, e implementar as políticas anteriormente “prometidas”, ocorre todo o ciclo anteriormente verificado e, ao final, com a queda permanente do salário real, os grupos mais prejudicados irão ser justamente aqueles que tais medidas tinham como alvo.

Além disso, um exemplo de ciclo populista econômico é o modelo de Sachs (1990), que, para fins analíticos, supõe uma economia com dois setores: um setor exportador de bens primários e um setor de manufaturados não-comerciáveis, sendo que este possui alta dependência de trabalho-intensivo em comparação ao de bens primários, além de depender de insumos intermediários importados. Ainda no modelo, há taxas de câmbio fixas no curto prazo e controle sobre os fluxos de capitais no

exterior. A taxa de câmbio é fixada pelo banco central enquanto houver divisas disponíveis para tal, mudando para o regime flutuante após o fim das reservas, ou seja, enquanto a taxa de câmbio nominal permanece fixa, isso garante o poder de compra tanto dos insumos importados quanto dos recebimentos das exportações pelo setor de bens primários.

Considera-se então uma expansão monetária, subsídios ao setor privados, por exemplo. Devido ao controle dos fluxos de capital, os saldos reais serão elevados, devido a taxa de câmbio ser fixa, o preço dos bens permanece inalterado, aumentando a demanda e reduzindo a taxa de juros (custo do dinheiro). O aumento da demanda por bens não comerciáveis eleva a demanda por trabalho no setor, o que eleva os salários nominais, tendo em vista que os custos dos insumos não acompanham a alta (estão fixados pelo câmbio), haverá aumento mais que proporcional de salário no curto prazo e valorização da taxa de câmbio real, assumindo que a taxa de câmbio real é a razão entre os preços dos bens comerciáveis e os preços dos não-comerciáveis; uma valorização da taxa de câmbio real representa uma queda do preço relativo dos bens comerciáveis (Sachs, 1990).

Até aqui, o efeito observado encontra-se positivo em ambos os aspectos, aumento de salário real e produção de bens não comerciáveis. Porém, a decisão de expansão monetária traz consigo um déficit comercial (a expansão custa a perda de reservas, até o seu esgotamento completo). No ponto onde acabam as reservas, com a impossibilidade de fixar o câmbio, agora há uma flutuação que gera uma queda acentuada e desvalorização cambial, o que reduz os salários reais de forma superior à valorização inicial, devido ao fato que a economia como um todo não possui mais os rendimentos financeiros das divisas enviadas e a capacidade do setor exportador (bens primários) foi reduzida, devido a descapitalização. Para além disso, se a medida expansionista inicial não for revogada, haverá um contínuo aumento da inflação (Sachs, 1990).

Em vista disso, visando demonstrar casos de populismo econômico, a Tabela 1 traz uma comparação entre os principais indicadores econômicos do Brasil, entre 1985 e 1988, durante o Governo Sarney, que foi marcado pelo Plano Cruzado e caracterizado pela literatura por uma política econômica populista. Nota-se uma relação dos dados com o ciclo do populismo econômico, visto que, o crescimento do PIB nos anos iniciais é mais elevado, contudo apresenta tendência de queda nos anos seguintes e finaliza o ciclo em retração. Ao mesmo tempo, a trajetória da inflação é

diretamente inversa, iniciando o ciclo com queda, e finalizando-o com um número mais que duas vezes maior que o inicial.

Tabela 1 – Brasil: indicadores econômicos (1985 – 1988)

Ano	Crescimento PIB	Variação salários reais (RJ)	Inflação (IPC) dez./dez.	Reservas/importações
1985	8,30%	7,20%	248,50%	0,81
1986	8,20%	8,10%	63,50%	0,41
1987*	3%	-11,30%	432,00%	0,42
1988**	-1%	N.D	700%	N.D

Fonte: Sachs (1990, p. 27).

* Dados preliminares.

** Estimativa.

Para fins de fortalecer a análise e observando-se outros casos de populismo econômico, na Tabela 2 é possível identificar dados macroeconômicos do Chile, no período entre 1970-1973, durante o Governo Salvador Allende, eleito com apoio dos trabalhadores urbanos, sinalizou três grandes problemas da economia chilena: concentração da propriedade dos meios de produção; dependência em relação aos mercados externos; desigualdade na distribuição da renda.

Tabela 2 – Chile: indicadores econômicos (1970 – 1973)

Ano	Crescimento PIB	Variação salários reais	Inflação (IPC) dez./dez.	Reservas/importações
1970	2,10%	10,20%	34,90%	0,41
1971	9,00%	17,00%	22,10%	0,19
1972	-1,20%	-10,01%	163,40%	10
1973	-5,60%	-32,10%	508,1%	0,09

Fonte: Sachs (1990, p.26).

De modo geral, é possível verificar que os dados contribuem com a teoria anteriormente elencada. Em ambas as economias se nota uma queda no produto (PIB), uma queda nos salários reais e nas dívidas internacionais. Indicadores estes experimentaram um início de ciclo com fortes números, ao passo que ao final de ciclo de ambos os países, nota-se números totalmente contrários, havendo hiperinflação em ambos os casos (700% e 508,1% ao ano, respectivamente).

Por fim, a adoção de uma política econômica populista em uma democracia pode resultar em dividendos eleitorais (votos) imediatos, reflexo de uma sensação temporária (curto prazo) de bem-estar. Entretanto, no longo prazo, os efeitos colaterais não apenas tendem a inviabilizar a continuidade da política do governo, como também impõem a necessidade de medidas severas de estabilização, as quais

comprometem o processo de desenvolvimento econômico. Nesse contexto, a atuação tempestiva do banco central é fundamental para evitar a consolidação desse ciclo, impedindo, sobretudo, o financiamento monetário do déficit público. Para tanto, a autonomia da autoridade monetária pode tornar-se condição necessária, blindando a política monetária de pressões para expandir a oferta de moeda sem lastro produtivo.

2.4 A teoria da independência do banco central

Esta seção tem como objetivo analisar o surgimento da teoria da Independência do Banco Central (IBC), além de verificar as suas principais premissas, visando entender a influência desta na atuação e composição dos bancos centrais e como isso afetou a forma com que as instituições conduzem a política monetária.

Ao fim da década de 1970, como uma dissidência da contrarrevolução monetarista, lançada por Milton Friedman, nos anos 1960, surge a Escola Novo Clássica (ENC), também conhecida como escola das expectativas racionais, tendo como principais representantes Robert Lucas, Roberto Barro e David Gordon (Freitas, 2006). A ENC possui em sua linha de pensamento três pilares centrais, que se tornaram congruentes com a IBC, sendo eles:

- a) os agentes econômicos, maximizadores, otimizam também as informações e formam expectativas olhando tanto o passado como o futuro. São agentes racionais que possuem um entendimento perfeito e completo sobre o modo como a economia funciona;
- b) hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego, a qual prevalecerá sempre na ausência de políticas-surpresa. Essa hipótese significa que o desemprego existente é voluntário (os agentes optam por mais lazer) ou friccional.
- c) existência de viés inflacionário no comportamento do governo. Este, por razões políticas, busca resultados ainda que transitórios sobre as variáveis reais da economia (Freitas, 2006, p. 270).

Ainda, conforme Freitas (2006), uma das importantes adaptações feitas pela ENC é a inclusão das expectativas dos agentes econômicos na curva de Phillips, conhecida como curva de Phillips vertical, tendo os agentes acesso à informação completa e usando-as de forma racional para formular a tomada de decisão, neutralizando assim os efeitos da política econômica. Devido a isso, tem-se o termo vertical, pois a taxa de desemprego corrente é igual à taxa de desemprego natural.

Assim como a ENC, a IBC possui justificativa teórica na ideia de que a moeda é neutra no longo prazo (não afeta variáveis reais da economia), e que há uma

“redução deste longo prazo” quando a política monetária passa a ser utilizada de forma equivocada, na tentativa de influenciar variáveis reais na economia (Cukierman, 1996, p. 391). Contudo, para a IBC, no curto prazo, a expansão da base monetária pode ser utilizada para alcançar diversos objetivos reais (baixas taxas de juros, aumento do emprego e aumento da atividade econômica) em detrimento de maiores níveis de inflação, que são emancipados de forma racional pelos agentes econômicos, e embutidos nos contratos de salários e mercado de capitais (Cukierman, 1996, p. 392). Em vista disso,

[...] economistas e especialistas na área de política monetária geralmente acreditam que o grau de independência do banco central em relação às demais esferas de governo afeta as taxas de expansão monetária e de crédito e, por intermédio destas, importantes variáveis macroeconômicas, como a inflação e a magnitude do déficit orçamentário (Cukierman; Webb; Neyapti, 1992, tradução nossa, *apud* Mendonça, 2000, p. 103).

A IBC diz respeito à capacidade de um banco central formular e executar a política monetária, de forma que não haja intervenção alguma por parte do poder executivo, tendo como objetivo assegurar a estabilidade de preços, mesmo que para isso contrarie os demais objetivos das autoridades políticas (Freitas, 2006). Neste sentido, três pré-requisitos institucionais são estabelecidos: 1) inclusão no estatuto do banco central o combate à inflação como objetivo único e exclusivo e limites de interferência do executivo; 2) regras que fixam mandatos e dificultam demissão de dirigentes por razões políticas; e 3) patrimônio próprio e liberdade de orçamento (Freitas, 2006). Desde 1989, 24 países em diferentes partes do mundo reforçaram substancialmente a independência legal de seus bancos centrais (Cukierman, 1996).

Em Cukierman, Webb e Neyapti (1992) tem-se a apresentação de um índice de independência legal, com 16 características divididas em quatro grupos principais, sobre o banco central, onde cada uma representa uma variável com valores de zero a um, sendo que quanto mais próximo de zero, maior o grau de dependência do banco central em relação ao governo e vice-versa:

- a) A nomeação, demissão e duração legal do mandato do principal funcionário executivo do banco (normalmente o presidente).
- b) A localização institucional da responsabilidade final pela política monetária e os procedimentos para a resolução de conflitos entre o governo e o Banco Central.

- c) A importância da estabilidade de preços em comparação com outros objetivos, como nível elevado de emprego e estabilidade financeira.
- d) O rigor e a universalidade das limitações da capacidade do governo de tomar empréstimos do BC, a taxas de mercado ou subsidiadas, ou de instruir o BC a emprestar a terceiros.

Com base nos critérios definidos pelos autores é possível observar que o “peso” das variáveis que possuem ou podem possuir influência institucional – a definição de objetivos do banco central através de estatutos, a decisão final na tomada de decisão na política monetária e a capacidade dos poderes executivo e legislativo influenciarem ou não na composição da diretoria do banco central – somados, representam 50% do índice. Os outros 50% referem-se a questões ligadas exclusivamente à composição e limites dos empréstimos concedidos pelo banco central.

Nota-se, portanto, a influência da ENC nesta composição, visto que se assume a existência de um viés inflacionário no comportamento do governo (Cukierman; Webb; Neyapti, 1993 *apud* Mendonça, 2000). O código numérico das variáveis aproxima o indicador de zero (representando uma maior dependência) quando questões relacionadas a tomadas de decisão recaem nas mãos do Governo Federal, ao mesmo tempo que quando o banco central prioriza o objetivo de estabilidade de preços, aproxima o indicador de 1 (um).

3 METODOLOGIA

Tendo em vista que a pesquisa científica exige a descrição clara e detalhada dos meios utilizados para a sua realização, esta parte do trabalho apresenta as principais especificidades metodológicas adotadas no estudo, com destaque para o método e os procedimentos metodológicos.

3.1 Método e tipo de pesquisa

A pesquisa é caracterizada pelo uso de dois métodos: o observacional e o comparativo. Com relação ao primeiro, tem-se como justificativa o fato de que se observou a atuação do BC e as reações do Governo Federal brasileiro, entre 2014 e 2025. Como explica Michel (2009, p. 57), o método observacional⁶ é “[...] um dos mais utilizados nas ciências sociais, e pode ser visto, também, como o mais moderno, pois possibilita o mais elevado grau de precisão de captação de dados. Consiste [...] no uso dos sentidos para captar dados da realidade que se quer investigar”.

No que tange ao segundo, a escolha tem como base o fato de se verificar o comportamento de indicadores macroeconômicos frente ao cenário de discussões, realizadas, em especial, por autoridades, tanto políticas quanto econômicas, voltadas à possível razoabilidade da autonomia do BC, pois ele “[...] procede pela investigação de indivíduos, classes, fenômenos ou fatos, com vistas a ressaltar as diferenças e similaridades entre eles” (Michel, 2009, p. 57).

Com relação ao tipo de pesquisa, a presente investigação pode ser caracterizada quanto aos fins e quanto aos meios. No que tange aos fins, como se busca caracterizar fenômenos sem manipulá-los, descrevendo a atuação do BC e as reações do governo, ela se situa como descritiva, tendo em vista que esse tipo de pesquisa se “[...] propõe a verificar e explicar problemas, fatos ou fenômenos da vida real, com a precisão possível, observando relações, conexões, à luz da influência que o ambiente exerce sobre eles” (Michel, 2009, p. 44).

⁶ Importante não se confundir o método observacional com a técnica de observação, pois “[...] o método observacional consiste na opção do caminho a se seguir numa investigação, enquanto a técnica da observação é uma forma de obtenção de dados, que pode ser, e o é em geral, associada a quaisquer métodos de pesquisa” (Michel, 2009, p. 57).

No que tange aos meios, a pesquisa possui características de empírica, pois se baseia na observação da atuação do BC e das consequentes reações do Governo Federal, para a busca da resolução do problema. Como explica Michel (2009, p. 42), a pesquisa empírica é “[...] a pesquisa que busca respostas e soluções através da observação e prática dos fenômenos, que embasam suas conclusões”.

3.2 Procedimentos metodológicos

A pesquisa adotou a abordagem quali-quantitativa, isto é, combinou procedimentos qualitativos e quantitativos. De modo geral, ela combina a mensuração e a análise percentual de opiniões com a interpretação qualitativa dos resultados, possibilitando identificar atitudes, preferências, tendências e comportamentos, além de descrever procedimentos, reconhecer interesses e apontar falhas em grupos específicos (Michel, 2009).

Em vista disso, a investigação qualitativa, como análise de discursos, de matérias jornalísticas e de atas, especificamente, do Comitê de Política Monetária (Copom)⁷, contribui para que o pesquisador tenha percepções da opinião dos *policymakers* acerca da política econômica brasileira e de seus resultados.

No aspecto quantitativo, foram utilizados instrumentos de estatística descritiva voltados à análise de indicadores macroeconômicos, como o PIB real, PIB real *per capita*, a taxa de investimento, taxa de desemprego, inflação e taxa de juros, obtíveis em bases de dados oficiais, como o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Fundo Monetário Internacional (FMI) e *Global Rates*.

Por fim, destaca-se a delimitação temporal da pesquisa. O período de análise consistiu entre 2015 e 2025, ou seja, a partir do segundo Governo Dilma Rousseff, tendo em vista que se pretendeu verificar o contexto político e econômico brasileiro do último período presidencial pré-independência do BC até o final do primeiro quinquênio da década 2020, abrangendo o íterim subsequente à formalização de sua autonomia, que ocorreu em 2021.

⁷ De acordo com o Banco Central do Brasil (2025c, p. 1), ele “[...] foi instituído em 20 de junho de 1996, com o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária e de definir a taxa de juros”.

4 RESULTADOS

Este capítulo visa comparar a atuação dos bancos centrais das principais economias mundiais, analisando também a relação do Governo Federal com a autoridade monetária, entendendo como se dá a tomada de decisão sobre juros e a composição do Conselho de cada banco central. Posteriormente, será utilizada a teoria da IBC proposta por Alex Cukierman (1992), para entender o grau de independência apresentada pelos bancos centrais analisados.

Através de indicadores macroeconômicos, serão verificadas as políticas fiscais do governo e monetárias do Banco Central adotadas no Brasil entre os anos 2015-2025, visto que contemplar ações e discursos deste período, o contexto econômico do país, é latente e influente nas tomadas de decisão, torna-se de extrema importância para a análise, além de verificar os principais discursos de autoridades no período, ambas à luz dos conceitos verificados anteriormente no referencial teórico, juntamente com a teoria da IBC.

4.1 A independência dos bancos centrais em perspectiva comparada

Neste capítulo, será analisada, a atuação dos principais bancos centrais ao redor do mundo, definida com base nos maiores números de PIB absoluto em 2023, de acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Além disso, será observada a forma de atuação destes (independente ou subordinada) em relação aos seus respectivos governos de estado, além da perspectiva histórica deles.

Visando definir o escopo de análise, de acordo com o FMI (2025), os seis países com os maiores PIBs no mundo, em 2024, foram, respectivamente: Estados Unidos da América (EUA) (US\$ 30,43 trilhões), China (US\$ 19,53 trilhões), Alemanha (US\$ 4,92 trilhões), Japão (US\$ 4,39 trilhões), Índia (US\$ 4,27 trilhões) e Reino Unido (US\$ 3,73 trilhões) (Neves, 2025).

4.1.1 Perspectivas históricas dos bancos centrais

A organização denominada banco central, na forma como se conhece atualmente, tem suas origens no século XVII e XVIII, quando, alguns bancos privados obtiveram destaque em relação aos seus pares, e devido a sua forte relação com o

tesouro nacional, receberam o direito principal ou exclusivo da emissão de moeda fiduciária (Freitas, 2000, p. 400). Desta forma, o Banco da Inglaterra, foi o primeiro a desenvolver estas funções, criado em 1694, sob autorização real, com objetivo fundamental de financiar o governo inglês. Inicialmente não recebeu o monopólio de emissão de moeda fiduciária, mas devido ao forte relacionamento com a coroa, rapidamente se tornou o principal emissor (Freitas, 2000, p. 401).

Os dois estágios subsequentes no desenvolvimento da estrutura de um banco central, foram a emissão dos bilhetes bancários – outros bancos privados depositavam suas reservas no Banco da Inglaterra, que por sua vez concebia estes bilhetes, dado a relação do emissor com o Tesouro – e a liquidação dos saldos de posições credoras e devedoras ao final da compensação bancária, criando o mecanismo de compensação bancária (Freitas, 2000, p. 402). Ainda segundo Freitas (2000, p. 402-403) a reforma monetária de 1844, que concedia o monopólio da emissão de papel moeda ou moeda fiduciária ao Banco da Inglaterra, selou seu *status* como “banco dos bancos”.

Os bancos centrais criados no final do século XIX, como Alemanha e Japão, surgiram como instituições públicas e sem fins lucrativos, tiveram seu objetivo inicial estritamente definido, por exemplo reorganizar o sistema de emissão de moeda (Alemanha) e financiar o sistema bancário (Japão) motivo este que “daria vida” também ao banco central dos EUA, posteriormente (Freitas, 2000 p. 406).

Na Alemanha o título e papel de banco central foi transferido de uma organização para outra ao longo de sua história, inicialmente com o *Reichsbank*, criado em 1876, que detinha o monopólio da emissão de moedas, além de possuir como principal função a regulação dos sistemas de pagamentos nacionais e internacionais até a divisão da Alemanha em 1948, quando deixou de existir. (Budzinski; Jasper; Michler, 2025).

Em 1949, a “Lei Básica Alemã, definiu que o banco chamado *Bank deutscher Länder*, fundado em 1948, fosse substituído por um “banco emissor de notas e moeda como o Banco Federal”, somente em 1957, o *Bundesbank Act*, viria a consolidar o *Bundesbank* como o Banco Central da Alemanha, e definir sua principal função como a busca pela estabilidade de preços (Bundesbank, 2025).

Denominado *Bank of Japan* (BOJ), o Banco Central do Japão, foi criado em 1882, com um capital inicial de 10 milhões de ienes e licença para operar por 30 anos. (Bank of Japan, 2025a). Em 1942, através do segundo “Bank of Japan Act” o BOJ

teve seu capital expandido para 100 milhões de ienes, além de atender a demandas específicas de estabilidade de preços e apoio ao desenvolvimento nacional, devido a segunda guerra mundial (Bank of Japan, 2025b).

O Federal Reserve (Fed), criado nos EUA em 1913 através do “Federal Reserve Act”, tinha como objetivo o estabelecimento de um sistema monetário eficaz nas respostas as tensões que ocorriam no sistema bancário, sendo composto por um conselho de governadores, em Washington, e 12 bancos da reserva federal ao redor do país. (Federal Reserve, 2025c). Assim, o Fed possuía, inicialmente, cinco principais funções a cumprir:

Conduz a política monetária do país, promove a estabilidade do sistema financeiro, supervisiona e regula as instituições financeiras, fomenta a segurança e a eficiência do sistema de pagamento e liquidação e promove a proteção ao consumidor e o desenvolvimento da comunidade (Federal Reserve, 2025c, p.1, tradução nossa).

Tendo em vista estas premissas, o banco central então assumia, não apenas um papel técnico, relacionado ao controle dos níveis monetários do país, mas também uma função social, diretamente ligada ao desenvolvimento da economia e a supervisão do sistema bancários, de forma que no ato de sua constituição, a mais de 100 anos, já se notava a necessidade de supervisionar o mercado financeiro (regular instituições) e proteger o “beneficiário final” deste mercado, que seria a economia como um todo.

Ao longo do século XX, especialmente após o final da Primeira Guerra Mundial, os bancos centrais da Inglaterra, Alemanha e EUA seguiram caminhos divergentes no que se refere a atuação destas organizações em suas respectivas economias (Bastian, 2010, p. 6). Na Alemanha, devido ao pagamento das reparações de guerra, o país sofreu uma hiperinflação, o que tornou a estabilidade monetária um dos objetivos centrais do *Reichsbank* durante os anos 1920 (Bastian, 2010, p. 6). Na Inglaterra, a preocupação relacionada à inflação, tinha direta ligação com o efeito desestabilizador que poderia ter o fim do padrão-ouro, em função disso e com o retorno do padrão-ouro, o país teve anos de baixo crescimento além de estagnação econômica. O Fed por sua vez, seguiu a retomada visando o acompanhamento de múltiplos indicadores, como atividade econômica, inflação e nível de emprego (Bastian, 2010, p. 7).

Na China, o Banco Popular da China (BPC), foi criado em 1º de dezembro de 1948, em Shijiazung, província de Hebei. Na mesma data de sua criação o governo popular do norte da China emitiu um decreto público que o BPC emitira o renminbi (RMB), moeda em circulação na região norte leste e noroeste da China. O BPC possuía um papel central na economia chinesa, atuava como emissor da moeda, regulamentava o setor bancário e servia como unidade de monitoramento da implementação dos planos econômicos do governo central (The People's Bank of China, 2025, p. 1).

Na Índia, em 1º de abril de 1935 é criado o Reserve Bank of India (RBI), que possuía o papel de banco central no que tange a regulação das atividades bancárias, além de prestar auxílio ao governo central, que ainda era subordinado a Grã-Bretanha, a entidade surgiu sob a salvaguarda do estado, que utiliza-a para conduzir a política monetária, possuindo poderes amplos sob o RBI, como a substituição do conselho central do banco, poder que mantém até os dias atuais (The Reserve Bank of India, 2025, p. 87).

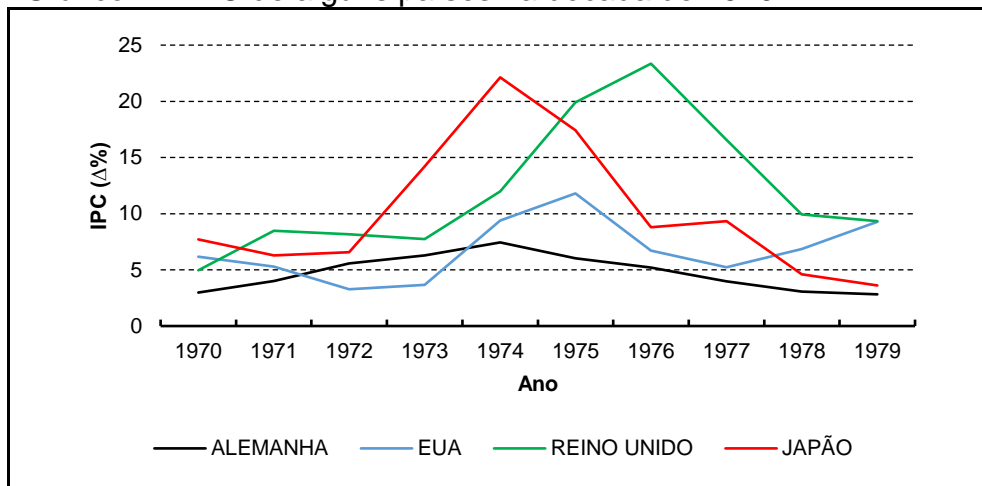
Em junho de 1998, surge o Banco Central Europeu (BCE), caracterizado pela terceira fase da União Econômica e Monetária (UEM) que ocorreu na Europa, organização esta que a partir de 1º de janeiro de 1999, ficaria responsável por conduzir a política monetária na zona do euro englobando, portanto, Alemanha e Inglaterra (Scheller, 2006, p. 27). Desde novembro de 1998, o conselho do BCE decidiu adotar o termo “Eurosistema” para definir a composição do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) – que se trata do BCE e dos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros que adotaram o euro – e através desta composição com a qual o SEBC executa as suas atribuições básicas (Scheller, 2006, p. 42). Contudo, o Reino Unido e Dinamarca ficaram isentos de participar da terceira fase da UEM, devido a isso, desde 1997 no Reino Unido o Banco Central da Inglaterra é responsável pela condução da política monetária no país (Bank of England, 2025).

Os bancos centrais passaram a ter entre suas funções principais, a liquidação e compensação bancária, papel que nos EUA, anteriormente era conferido as Clearing Houses, Câmaras de Compensação (CC). Porém, segundo Corazza (2009), o fator crucial de um banco central em relação a economia é a racionalidade, que vai além da racionalidade do mercado (referindo-se ao lucro), podendo um banco central atender a um “objetivo público” (emprestar em último recurso aos bancos privados, por exemplo) em detrimento do lucro.

Os objetivos de política monetária dos bancos centrais ao redor do mundo, tiveram uma forte mudança na década de 1970, com a presença de estagflação - a convivência de taxas elevadas de desemprego em situação de recessão com altas taxas de inflação (Bresser-Pereira, 1984, p. 18) – as organizações passaram a adotar como métrica centrais determinados níveis de inflação, ao invés de perseguir determinados níveis de emprego ou atividade econômica (Bastian, 2010, p. 9).

O Gráfico 7 ilustra como as taxas de inflação [índice de preço ao consumidor (IPC)] destes países⁸ variaram durante a década de 1970, com uma forte aceleração no início da década, e posteriormente, com a adoção do controle das variações de preços pelos bancos centrais, o nível de inflação foi sendo estabilizado durante os anos seguintes.

Gráfico 7 – IPC de alguns países na década de 1970



Fonte: Elaborado pelo próprio autor com base em: Global-rates (2025a)

Além do campo da política monetária, uma das mudanças mais recentes no que compete ao papel de regulação bancária dos bancos centrais (banco dos bancos), foi o acordo de Basileia I em 1988, que “[...] estabeleceu recomendações para as exigências mínimas de capital para instituições financeiras internacionalmente ativas para fins de mitigação do risco de crédito” (Banco Central do Brasil, 2025c, p. 1), sendo os bancos centrais, encarregados da supervisão e do cumprimento deste indicador por parte das instituições. Esta resposta veio devido a uma série de eventos de crises de dívidas bancárias envolvendo linhas de crédito, por exemplo, o financiamento das

⁸ Dados precisos sobre a inflação na China, para o mesmo período, não foram encontrados.

transações imobiliárias nos países centrais (EUA, Japão, Reino Unido e França) ao final dos anos 1980 (Freitas, 2000, p. 414).

Estes eventos decorrem principalmente do fato relacionado à forte concorrência na atividade bancária, e as pressões competitivas fazem com que exista uma priorização da rentabilidade em detrimento de uma assunção excessiva de risco, sendo que aqueles bancos que adotam uma postura mais conservadora frente aos seus rivais, acabam “colocando em risco” seu percentual de mercado (Freitas, 2000, p. 413).

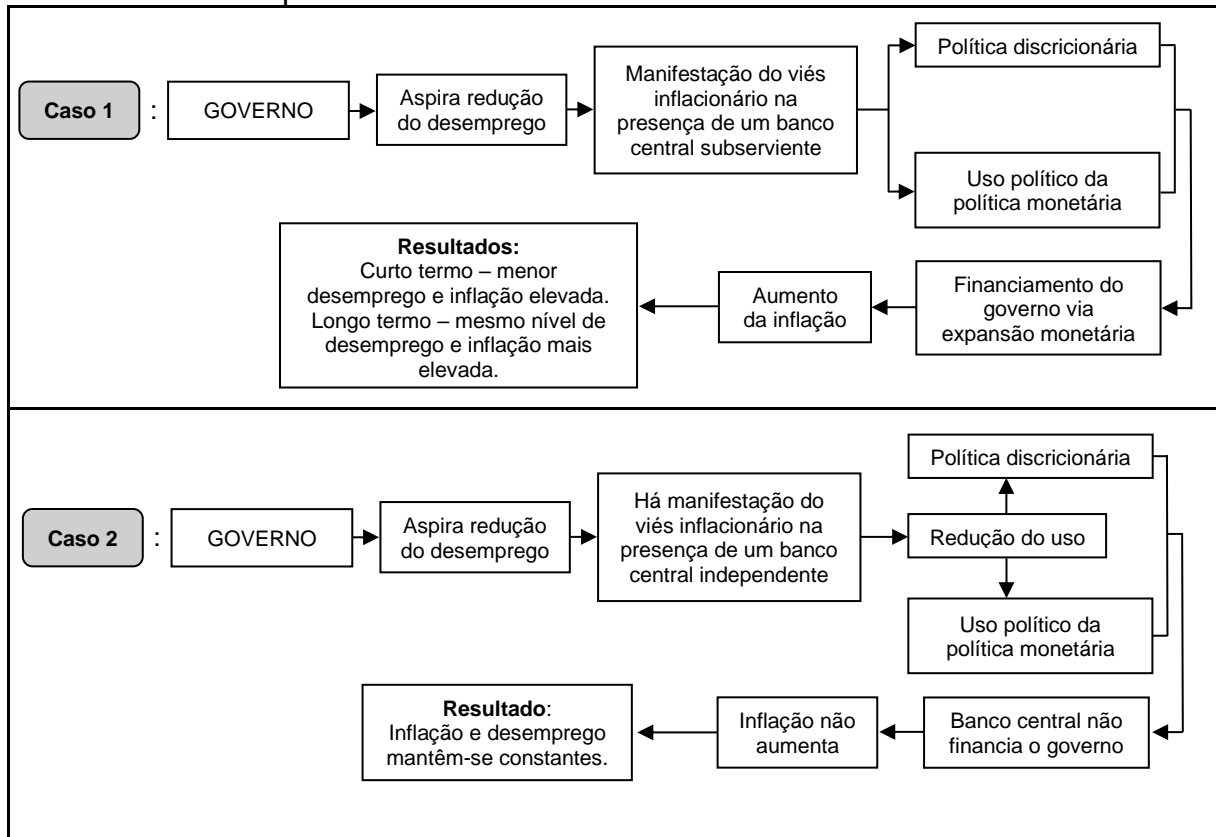
4.1.2 Banco central e a composição do conselho, a decisão sobre a taxa de juros e a política monetária

Nesta seção, busca-se verificar como se dá a independência ou a dependência de um banco central em relação ao Governo. Para Mendonça (2000, p. 102) o conceito de independência de um BC, advém do resultado de duas variáveis: independência de instrumento e independência de meta.

A independência de instrumento refere-se ao ferramental disponível à disposição do banco central para buscar seus objetivos de forma que não dependa de nenhuma outra autoridade relacionada ao Governo. A independência de meta, por sua vez, tem ligação com a liberdade que o banco central possui para definir qual será o objetivo a ser perseguido, havendo, portanto, graus de independência em diferentes níveis, como destacam Cukierman, Webb e Neyapti (1992).

A Figura 1 ilustra o principal argumento relacionado à defesa da independência do banco central, que segue a linha de pensamento da ENC, destacado por Cukierman, Webb e Neyapti (1992) e reforçado por Mendonça (2000). Nela, é possível observar que, de um lado, no longo prazo, os efeitos de uma expansão monetária sobre o emprego desaparecem, enquanto a inflação persiste. De outro, busca-se impedir que governos subordinem o banco central a seus interesses imediatos, escolhendo níveis ineficientes de inflação para sustentar artificialmente o emprego e, assim, ganhos de popularidade eleitoral.

Figura 1 – Tomada de decisão de um banco central: dependente versus independente



Fonte: Mendonça (2000, p. 104).

Em que se refere à decisão sobre a taxa de juros, em especial, no que diz respeito às variáveis levadas em consideração e os participantes desta decisão, nota-se algumas semelhanças entre os quatro BCs independentes⁹: a) meta de inflação definida em 2% ao ano; b) decisão sobre juros tomada através de comitê de política monetária isento de influências políticas; c) atuação com base em perspectivas econômicas futuras (forecast); e d) membros com mandatos amplos, definidos por legislação (Federal Reserve, 2025d).

No que diz respeito a bancos centrais dependentes (Índia e China), também possuem a estabilidade de preços como objetivo de política monetária, contudo, possuem a ponderação do Governo sobre estas decisões, tendo em vista que estes podem assumir níveis de inflação mais elevados em detrimento de outros objetivos

⁹ Faz-se importante a ressalva que, mantendo a fidelidade a tese da IBC utilizada como base para este trabalho, o autor usa o termo independência para todos os graus, ainda que em alguns países e no Brasil, o termo jurídico correto seja autonomia (visto que a meta de inflação é definida por órgão externo, implicando “dependência”) será mantido o uso do termo independência, quando houver grau de autonomia.

relacionados ao desenvolvimento e manutenção de determinadas políticas definidas como prioridade pelo poder executivo do país (The People's Bank of China, 2025).

Nos Estados Unidos, quando verifica-se qual é a composição do comitê de decisão de política monetária, nota-se que há um consenso institucional que define mandatos independentes para os membros do comitê de um banco central independente – mandato com duração previamente determinada não vinculada a qualquer mandato de autoridade do Governo – mediante nomeação e aprovação deste perante o poder legislativo e sem possibilidade de demissão forçada, sendo a saída de um membro do comitê uma decisão exclusivamente própria (Federal Reserve, 2024; 2025d).

No que se refere exclusivamente a composição, não há divergências notáveis entre BC dependente e independente, sendo que ambos possuem um comitê variando de 13 a 15 membros, com um presidente definido entre eles e uma determinação de área específica para cada diretor. O Banco da Inglaterra, por exemplo, separa entre mercados e bancos, política financeira, regulamentação, estabilidade financeira e riscos (Bank of England, 2025).

No que se refere ao comitê de política monetária, a diferença observada está relacionada ao fato de que nos países onde o banco central é subordinado ao governo, os membros em sua maioria são identificados como “funcionários” do governo, ou seja, um membro do comitê possui ligação direta com algum ministério, secretária ou outro setor ligado ao governo central e, por consequência, pode ser destituído de seu cargo a qualquer instante pelo poder executivo (The People's Bank of China, 2025).

Tendo em vista a diferença entre objetivos de um banco central dependente e independente, juntamente com a forma com que se configura a composição do comitê de política monetária em ambos (tendo como foco principal o atingimento destes objetivos), outro ponto de divergência refere-se às variáveis que serão levadas em consideração na tomada de decisão sobre juros e os efeitos na economia.

Nos países onde o banco central é subordinado ao governo, geralmente não há conflito no que se refere a elaboração e condução da política monetária, visto que em sua constituição, estes já possuem a determinação de objetivos voltados a garantir a implementação de políticas advindas do poder executivo. Na China, por exemplo, a partir da década de 1990, o alto nível de poupança interna foi canalizado através de um sistema financeiro que concedia empréstimos altamente subsidiados pelo

Governo, visando o investimento em infraestrutura, manufatura e imóveis (Al-Haschimi; Spital, 2024).

Contudo, quando há autonomia por parte do banco central, o impacto de algumas políticas fiscais adotadas pelo Governo, (quando são prejudiciais à estabilidade monetária, no entendimento do próprio banco central) podem resultar na adoção de políticas monetárias “corretivas”, visando redirecionar a economia. Por exemplo, em 2020 o Governo dos EUA aprovou um pacote fiscal de US\$ 900 bilhões em resposta à pandemia da Covid-19 (Foran; Raju, 2020), medida que, apesar de ser reconhecida como positiva no que tange a atividade econômica, foi considerada “inflacionária” pelo Fed e teve como resposta um aumento nas taxas de juros de 1,3 pontos percentuais ao ano em dezembro 2020 para o pico de 7,2 pontos percentuais ao ano em junho de 2022 (Federal Reserve, 2025f).

Verifica-se que há uma correlação em diversos pontos referentes à composição, tomada de decisão e objetivos dentre os principais bancos centrais do mundo. A maior divergência é encontrada no que tange a nomeação de diretores e presidentes, a possibilidade ou não de demissão forçada e a subordinação ou não ao governo central. Portanto, sendo a questão institucional – objetivo formal e composição de quadro – a maior divergência entre estes, isto demonstra a importância da análise do impacto institucional no país em questão para escolha da autonomia do banco central.

4.2 Percepções do Governo Federal sobre a autonomia do BC

Entre 2015 e 2025, as posições tomadas pelo Poder Executivo sobre a autonomia do BC, refletiram a alternância entre pressões políticas e a reconstrução institucional. Durante o segundo mandato de Dilma Rousseff (2015–2016), o ambiente era de alta inflação, com o IPCA chegando 10,67% em 2015 (IBGE, 2025b) e uma desaceleração econômica, reflexo de uma redução no PIB em 2,2 pontos percentuais, no terceiro trimestre daquele ano (IBGE, 2025a), o que culminou em críticas à política monetária e suspeitas de interferência do Governo Federal no BC, incluídas no processo de *impeachment* da Presidenta da República:

A flagrante impropriedade de ambas as fundamentações, combinada com a magnitude dos valores em questão e com a proximidade institucional do BACEN com o Ministério da Fazenda, que é o órgão da Administração Direta

que o supervisiona, indicam ter a instituição sido influenciada pelo governo para assegurar a continuidade das “pedaladas fiscais” (Brasil, 2016a). Contextualizar os fatos narrados na denúncia permite colocar na devida perspectiva que esta Comissão não está apreciando meros tecnicismos. Tratamos da admissibilidade de uma denúncia centrada em indícios de irregularidades que, por sua natureza, podem colocar em xeque o próprio regime de responsabilidade fiscal. Não está em evidência, unicamente, a discussão sobre a manutenção de um mandato presidencial. Está em jogo, sobretudo, a avaliação de questões pertinentes à preservação de um patrimônio inestimavelmente caro à Nação, isto é, da estabilidade fiscal e monetária do País (Brasil, 2016b).

Michel Temer, ao assumir a Presidência da República, afirmou que o “[...] Banco Central tem plena autonomia para definir a taxa de juros. A política monetária tem como prioridade combater a inflação e este é o objetivo central do meu governo” (Campos, 2016. p. 1), sinalizando compromisso com o debate técnico e com a estabilização de expectativas. A partir de 2019, a agenda liberal do novo presidente da República, Jair Bolsonaro, e do seu ministro da Economia, Paulo Guedes, transformou o tema em projeto político, conforme afirmou o ex-presidente: “Abrir mão de poder é sinal, no meu entender, de grandeza e democracia” (Vilela, 2021, p. 1), defendendo que tal medida reduziria incertezas e consolidaria a estabilidade monetária. Essa iniciativa culminou na Lei Complementar nº 179/2021, observada em BRASIL (2021), que conferiu mandatos fixos e independência formal à autoridade monetária, definindo como objetivo assegurar a estabilidade de preços.

Contudo, a experiência posterior mostrou que a autonomia legal não eliminou as tensões políticas. Em 2023, como já mencionado, o presidente Luiz Inácio Lula da Silva se mostrou crítico à percepção de que a independência do BC resulta na sua melhor atuação na política econômica do que quando o presidente de República indicava seu dirigente, o que reacendeu a discussão sobre o equilíbrio entre independência técnica e responsabilidade social.

No ano de 2024, Lula intensificou as críticas. Destacou que a taxa de juros de “[...] 10,5% é irreal para uma inflação de 4%. É isso. Agora, eu não sou do Conselho Monetário Nacional, eu não sou diretor do Banco Central. Isso vai poder melhora quando eu puder indicar o presidente, que vai para o Senado, e a gente vai construir uma nova filosofia” (Mazui, 2024a, p. 1). Em outra oportunidade, destacou que “[...] foi uma pena que o Copom manteve, porque quem está perdendo com isso é o Brasil, é o povo brasileiro, porque quanto mais a gente pagar de juros, menos dinheiro a gente tem para investir aqui dentro” (Machado, 2024, p. 1), elevando a tensão entre política monetária e objetivos de crescimento. Ainda assim, em 2025, declarações mais conciliatórias

sinalizaram respeito à autonomia operacional do BC. O percurso evidencia que, embora essa autonomia tenha elevado a credibilidade da organização, o reconhecimento da legitimidade democrática continua dependente do diálogo entre governo eleito e autoridade monetária.

Partindo para o lado da autoridade monetária, também há “controvérsias” quanto à necessidade da formalização institucional da autonomia, como é possível verificar na fala do ex-presidente do BC, Alexandre Tombini: “Nós operamos com autonomia. O Banco Central não mudou, o que mudaram foram as circunstâncias” (Banco [...], 2015, p. 1), indicando que decisões relacionadas à manutenção dos níveis da taxa Selic, indo contra o consenso de mercado, não tiveram influência política.

Já outro ex-presidente do BC, Roberto Campos Neto, defende a sua autonomia institucional e afirma que “a autonomia operacional foi um grande ganho. Coloca a instituição à frente das pessoas, da ideologia, dos governos e do tempo político. Isso faz um tempo institucional mais adequado para o cumprimento das missões [do BC]” (Nakamura, 2024a, p. 1), fazendo referência a Lei Complementar N° 179/2021.

Além disso, acerca dos quatro anos de mandato do presidente e dos diretores do BC, que inicia em ciclos não coincidentes com o início do governo do presidente de República, Campo Neto explica que:

A característica técnica da decisão permanece. O que é muito importante nesse momento de polarização, pois separa o ciclo da política monetária do ciclo político. Isso cria um bem estar grande para sociedade, que percebe que o Banco Central não vai tomar decisões populistas (Nakamura, 2024a, p. 1).

Em vista disso, o Quadro 1 traz alguns trechos de discursos e entrevistas de autoridades, buscando evidenciar o contexto e a implicação institucional das falas. Observa-se que a formalização da autonomia do BC, mesmo tendo ocorrido apenas em 2021, é fruto de uma “evolução” que vem da fala e pensamento tanto de autoridades do Poder Executivo quanto do BC, que desde 2016 vem reforçando a ideia central colocada pela IBC – metas para inflação¹⁰.

¹⁰ Como exemplo, tem-se o ex-presidente do BCB Ilan Goldfajn, que participou diretamente do período de transição econômica entre 2016 e 2019, ao sinalizar o seu posicionamento sobre a autonomia do BCB: “Considero a retomada da confiança um elemento crucial para a recuperação econômica. É fundamental perseverar nos ajustes e nas reformas da economia brasileira para reduzir as incertezas, oferecendo perspectivas de crescimento sustentado e inflação baixa e estável no futuro. Para isso, temos que fortalecer o arcabouço de política econômica que já se mostrou exitoso no

Quadro 1 – Evolução do debate político-institucional sobre a independência do BC (2015-2024)

continua

Ano	Presidente da República	Presidente do BC	Contexto e implicação institucional
2015	Dilma Rousseff: Pressões percebidas sobre juros e debate sobre politização ¹	Alexandre Tombini: “[...] reforçar o arcabouço de política econômica e manter fundamentos macroeconômicos sólidos” ² .	Gênese da demanda por blindagem: Crise de credibilidade e percepção de dominância fiscal motivam o debate sobre regras formais.
2016	Michel Temer: “O Banco Central tem plena autonomia para definir a taxa de juros.” ³	Ilan Goldfajn: “Refiro-me especificamente ao velho e bom tripé formado por responsabilidade fiscal, controle da inflação e regime de câmbio flutuante” ⁴ .	Realinhamento de expectativas: Convergência retórica entre o Executivo e a autoridade monetária visando redução de incertezas.
2017-2019	Jair Bolsonaro: Anúncio da proposta de autonomia formal. ⁵	Ilan Goldfajn: “Do lado do Banco Central, continuaremos a trabalhar com persistência e serenidade. Estamos certos de que, em complementação a outros esforços do governo, a flexibilização da política monetária contribuirá para a retomada do crescimento” ⁶ . Roberto Campos Neto: Apoia a autonomia operacional e vê que objetivo é “aprimorar o arranjo institucional de política monetária para que ela dependa menos de pessoas e mais de regras, e para que estejamos alinhados à moderna literatura sobre o tema e aos melhores pares internacionais” ⁷ , ou seja, um avanço institucional.	Maturação técnica: Construção de consenso político-técnico para a viabilidade legislativa da autonomia. Institucionalização da proposta: envio do projeto de lei e alinhamento às melhores práticas internacionais.
2021	Sanção da Lei Complementar nº 179/2021 ⁸	Roberto Campos Neto: “Essa lei representa um marco no desenvolvimento institucional de nosso país.” “A literatura econômica e a experiência internacional mostram que a autonomia do banco central está associada a uma inflação mais baixa e menos volátil, sem prejuízos ao crescimento econômico” ⁹ .	Consagração legal e definição de mandatos fixos e não coincidentes com a presidência da República.

passado. Refiro-me especificamente ao velho e bom tripé formado por responsabilidade fiscal, controle da inflação e regime de câmbio flutuante” (Goldfajn, 2016, p. 3).

Quadro 1 - Evolução do debate político-institucional sobre a independência do BC (2015-2024)

Ano	Presidente da República	Presidente do BC	Contexto e implicação institucional
2023	Lula: “É uma bobagem imaginar que a independência do BC resolve o problema da economia.” ¹⁰	Roberto Campos Neto: “É justo questionar os juros altos, e é importante ter alguém no governo que faça isso. Faz parte do jogo e do equilíbrio natural. É trabalho do Banco Central melhorar a comunicação sobre suas decisões [...]. A experiência de outros países mostra que o primeiro teste da autonomia (do BC), como acontece geralmente em troca de governos, gera mais ruído. Mas, quando isso (a autonomia) sobrevive, então o sistema navega muito bem” ¹¹ .	conclusão Teste de estresse institucional: Primeiro conflito entre ciclos políticos e monetários sob a vigência da nova lei.
2024	Lula: “As taxas de juros estão irrealistas.” ¹² Declaração de Lula para Galípolo: “Por isso que quero te desejar boa sorte, que Deus te abençoe. Eu quero que você saiba que jamais, jamais haverá da parte da presidência qualquer interferência no trabalho que você tem que fazer no Banco Central” ¹³ .	Gabriel Galípolo: “Função do diretor é, estabelecida a meta, perseguir a meta e definir os juros necessários para alcançá-la” ¹⁴ .	Acomodação e transição: Persistência de ruídos políticos em meio à preparação para a primeira sucessão de mandato no novo regime.

Fonte: Elaborado pelo próprio autor com base em: ¹Rousseff (2015); ²Tombini (2015, p.3); ³Campos (2016, p.1); ⁴Goldfajn (2016, p.4); ⁵Agência Estado (2019); ⁶Oliveira (2017, p.1); ⁷Plenário (2019, p.1) ⁸Brasil (2021); ⁹Campos Neto (2021, p.1); ¹⁰Silva (2023); ¹¹Alvarenga (2023, p.1); ¹²Mazui (2024a, p. 1); ¹³Mazui (2024b, p.1); ¹⁴Nakamura (2024b, p.1).

O Quadro 1 sugere que a autonomia não surgiu de um vácuo, mas como resposta a uma crise de credibilidade. Em 2015, sob Dilma Rousseff, o contexto era de pressões percebidas por juros e a necessidade de reforçar o arcabouço de política econômica, o que, possivelmente, plantou a semente da demanda por blindagem. A transição para 2016 (Temer) e, posteriormente, 2017-2019, marca o realinhamento de expectativas, onde houve uma convergência retórica entre o Poder Executivo e o BC para reduzir incertezas e construir o consenso técnico-político necessário para a mudança legislativa.

O ano de 2021 pode ser entendido como ponto de inflexão. Com a sanção da Lei Complementar 179/2021 (marco institucional), o debate deixa de ser sobre intenções e passa a ser sobre regras. A fala de Campos Neto destaca que o objetivo é depender “menos de pessoas e mais de regras”, alinhando o país à “moderna literatura sobre o tema”, o que caracteriza a passagem de uma possível autonomia de fato para uma autonomia que é oficialmente reconhecida por lei.

Em 2023, Lula classifica a independência do BC como “bobagem”, evidenciando a tensão política gerada pelos juros altos no início de um novo Governo Federal. Campos Neto reage caracterizando isso como “parte do jogo” e um “teste de estresse institucional” necessário para validar o sistema.

No ano de 2024, o Quadro 1 indica um cenário de “acomodação”. Apesar de Lula ainda criticar as taxas (irreais), ele sinaliza a Gabriel Galípolo (futuro presidente) que “jamais haverá interferência”. Isso sugere que, apesar do ruído retórico, a instituição impôs um custo político alto para qualquer tentativa de intervenção direta, forçando uma convivência, ainda que tensa, entre Governo Federal e BC.

4.3 Atuação do BC e as decisões do Copom

Nesta seção, será analisada a tomada de decisão do BC ao longo do período de 2015 a 2024, com embasamento em dados monetários e também através de atas do Copom, explorando a explanação dos pontos que levaram à tomada de decisão referente a taxa básica de juros (SELIC) e quais eram os impactos esperados nas variáveis econômicas.

4.3.1 Perspectivas históricas do BC

O debate sobre o controle da inflação no Brasil é anterior ao próprio BC. Visto que em 1945, através do Decreto-Lei N° 7.293 (Brasil, 1945), era criada a Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), subordinada ao ministro da Fazenda (conforme Art. 1°), já com características, de acordo com Filho (2005), de um banco central.

Dentre as principais características da Sumoc, estavam as atribuições de: a) receber, com exclusividade, depósitos de bancos; b) requerer emissão de papel-moeda junto ao Tesouro Nacional; c) autorizar o redesconto de títulos e empréstimos

a bancos; d) orientar a política de câmbio; e e) demais funções relacionadas à atuação de um banco central, contudo, esta era subordinada diretamente ao Executivo federal (Brasil, 1945).

Já se verificava na década de 1940 a necessidade de controlar os efeitos da inflação na economia, conforme declaração do então ministro da Fazenda, Artur de Souza Costa¹¹:

A Superintendência da Moeda e do Crédito foi criada para impedir os efeitos da inflação em sua obra de desorganização da ordem econômica. Sem o controle do crédito o potencial monetário continuará subindo com grave perigos para o país. Os preços altos dos nossos produtos de exportação - algodão, café, tecidos e materiais estratégicos - tornaram-se poderosos agentes de inflação; porque as importâncias entregues aos exportadores, não tendo podido ser congeladas, passaram a ser aplicadas na aquisição das utilidades existentes no país e cujo aumento de produção não pode ser proporcional ao dos meios de pagamento. A manutenção dos meios de pagamento em circulação, sem o controle dos empréstimos bancários e o desenvolvimento sistematizado de vendas dos títulos do Governo Federal agravaram a inflação que já é de proporções exageradas. É, portanto, chegado o momento inadiável do lançamento de um sistema completo de flexibilidade e de controle do meio circulante e do crédito. Os saldos favoráveis no balanço de pagamentos e das despesas do Governo em excesso sobre a arrecadação determinam um estado de inflação que a subscrição compulsória das 'Obrigações de Guerra' e dos demais empréstimos tende a corrigir, desde que o Governo adote uma política severa de restrições de despesas e exerça um controle de crédito de modo que se canalizem para os títulos do Governo os recursos disponíveis" (Filho, 2005, p. 54).

Posteriormente, após as experiências “embrionárias” da Sumoc, criou-se o BC, através da Lei Nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, observado em Brasil (1964). Esta lei instituiu formalmente o BC, transferiu para ele todas as atribuições anteriores que pertenciam a Sumoc, detalhou políticas de incentivo de crédito¹² e reorganizou o Sistema Financeiro Nacional (SFN) como um todo, subordinado ao Conselho Monetário Nacional (CMN) e suas diversas comissões.

A partir de 1999, o BC passou a atuar sob o regime de metas para a inflação, definidas pelo CMN (Banco Central do Brasil, 2025b), decisão que sofreu influência direta da ENC (tripé macroeconômico) e surgiu como alternativa de demonstração de austeridade.

¹¹ De acordo com Schmidtke e Salomão (2021, p. 260), “burocrata autodidata de origem humilde, Artur de Souza Costa (1893-1957) foi o mais longo ministro da Fazenda da história do Brasil. Com passagem por diversos cargos nas mais distintas áreas da administração pública, Souza Costa foi personagem central da economia brasileira durante a Era Vargas”.

¹² O art. 4º, inciso IX, permitia limitar taxas de crédito para determinadas modalidades.

De acordo com Brasil (2021, p. 1), o BC “[...] tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços”¹³. O principal indicador que é levado em consideração para tomada de decisão sobre juros é a inflação, não apenas no momento da tomada de decisão, mas também as expectativas de inflação para os próximos anos, apuradas pelo Boletim Focus (Banco Central do Brasil, 2021).

4.3.2 Análise de política monetária do BC

Visando melhorar a análise referente às políticas monetárias adotadas pelo BC entre 2015 e 2024 e seus efeitos na economia, a Tabela 3 traz alguns indicadores referentes à economia brasileira. Eles mostram o expressivo crescimento da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), que registrou um aumento de 25,1 pontos percentuais (variação de 69% em relação ao ano-base, isto é, 2015). No que tange aos rendimentos, o aumento do salário-mínimo nominal (79%) superou a inflação acumulada do período (aproximadamente 58%), garantindo um ganho real de 13,4% no poder de compra.

Tabela 3 – Brasil: indicadores fiscais e monetários (2015 – 2024)

Ano	IPCA ($\Delta\%$) ¹	DLSP* (%PIB) ²	Salário-mínimo ³				Oferta monetária (M1) ⁴		Meta Selic ⁵ (%) ^{****}
			Nominal		Real**		R\$ (bilhão) ^{***}	$\Delta\%$	
			R\$	$\Delta\%$	R\$	$\Delta\%$			
2015	-	36,0	788	-	788	-	347,22	-	14,25
2016	6,29	45,9	880	11,7	828	5,1	363,03	4,55	13,75
2017	2,95	51,6	937	6,5	856	3,4	383,84	5,73	7,00
2018	3,75	53,8	954	1,8	840	-1,9	410,23	6,87	6,50
2019	4,31	55,7	998	4,6	843	0,3	447,72	9,14	4,50
2020	4,52	63,0	1 045	4,7	844	0,2	641,11	43,19	2,00
2021	10,06	57,3	1 100	5,3	808	-4,4	653,42	1,92	9,25
2022	5,79	57,5	1 212	10,2	841	4,2	645,80	-1,17	13,75
2023	4,62	60,8	1 320	7,4	876	4,1	644,36	-0,22	11,75
2024	4,83	61,1	1 412	7,0	894	2,0	677,28	5,11	12,25

Fonte: Elaborado pelo autor com base em: ¹(IBGE, 2025b); ²(Banco Central do Brasil, 2025d); ³(IPEA, 2025b); ⁴(Banco Central do Brasil, 2025b); ⁵(Banco Central do Brasil, 2025e).

*Dívida líquida do setor público.

**Dados deflacionados por meio do IPCA. Ano-base: 2015.

***Saldo em 31 de dezembro de cada ano.

****Referente à última reunião do Copom realizada em cada ano.

De mais a mais, ao se analisar a interação entre os agregados monetários e o nível de preços, apresentados na Tabela 3, destacam-se quatro momentos distintos

¹³ Além disso, “sem prejuízo de seu objetivo fundamental, o Banco Central do Brasil também tem por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego” (Brasil, 2021, p. 1).

que podem evidenciar o mecanismo de transmissão da política monetária. O ano de 2020 registrou uma expansão atípica de 43,19% na oferta de moeda, simultânea ao menor nível da Meta Selic da série histórica (2,00%). Embora a inflação naquele ano tenha permanecido contida (4,52%), é possível que esse cenário tenha criado condições para a pressão inflacionária subsequente. Logo, pode-se afirmar que o ano foi marcado por um choque de liquidez.

No ano seguinte, ocorre um reflexo inflacionário e, conseqüentemente, uma reação, pois é possível observar que o pico da inflação atingiu 10,06% em 2021. Em resposta, nota-se o início do ciclo de restrição monetária e uma brusca desaceleração da oferta de moeda, que apresentou variação de 1,92%, combinada com aumentos relevantes da Meta Selic.

Nos anos de 2022 e 2023, percebe-se uma possível eficácia da política restritiva. Nesse contexto, com a Meta Selic em patamares elevados (13,75% e 11,75%, respectivamente), a oferta monetária sofreu redução (1,17% e 0,22%). Esse movimento parece se correlacionar com a desaceleração do IPCA, que recuou para 5,79% (2022) e 4,62% (2023), caracterizando o período pelo controle via juros. Em 2024, a oferta monetária volta a subir, atingindo 5,11%, acompanhada de uma taxa de inflação de 4,83% e um aumento da Meta Selic para 12,25%.

Através desta análise, duas considerações importantes podem ser feitas. Inicialmente, dentre todas as variáveis elencadas, a única que está sobre o controle total do BC é a taxa Selic. Contudo, a observância das demais faz-se necessária para o entendimento do embasamento de decisão de juros, posteriormente detalhada pelas atas do Copom.

A segunda consideração, também relacionada aos agregados monetários, é o fato de que a inflação é um fenômeno monetário (Neves; Oreiro, 2008), sendo, portanto, determinada em grande medida pela taxa de crescimento da oferta de moeda (Mendonça, 2009).

No que tange à política fiscal, ela possui ligação com o nível de oferta de moeda e a dívida do país. A análise das tomadas de decisão sobre juros do BC, portanto, deve ser feita à luz dos momentos em que o Poder Executivo atuou com política fiscal de impacto relevante na economia.

Um exemplo deste modelo de atuação pode ser verificado em anos de eleição presidencial, através de políticas fiscais expansionistas visando a melhora

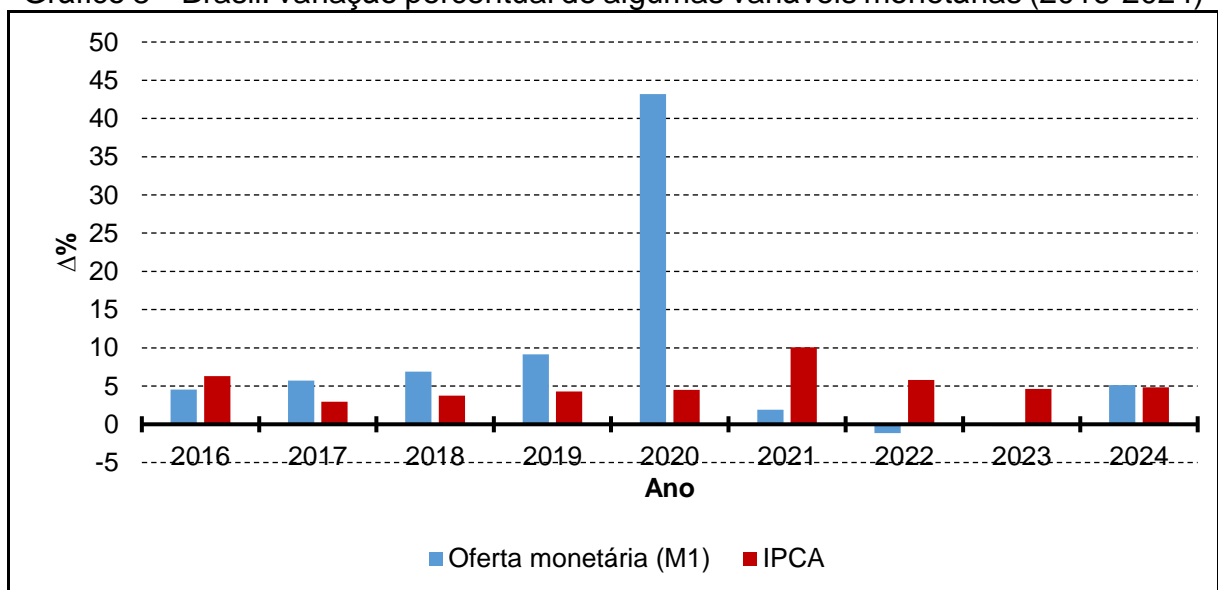
momentânea de indicadores macroeconômicos, como políticas de distribuição de renda (Dornbusch; Edwards, 1991), além de material publicitário de campanha.

O orçamento dos gastos públicos para o ano de 2018 no Brasil, aprovado em 2017 pela Lei N° 13.587 de 02/01/2018 (Brasil, 2018), que fixou as despesas em R\$ 3.5 trilhões, um aumento orçamentário de 2,66% comparado ao ano anterior¹⁴ (Brasil, 2017), além da instituição do Fundo Especial de Financiamento de Campanha (FEFC), com orçamento de R\$ 1.716 bilhão (Agência Câmara de Notícias, 2018).

No ano de 2022 ocorreu uma série de manobras do Poder Executivo para aprovar diversas medidas de caráter populista às vésperas da eleição – Aumento e criação de auxílios e créditos tributários – com custo de R\$ 41 bilhões fora do orçamento anual aprovado, que ficou conhecida como PEC Kamikaze (Veja [...], 2022). De modo geral, isso pode ser entendido como uma política de rendas, que impacta diretamente o resultado fiscal do país e seus indicadores macroeconômicos, impactando também nas expectativas de inflação e, por consequência, na condução da taxa de juros pelo BC.

Buscando verificar o possível impacto da pressão do Poder Executivo para medidas econômicas, possivelmente, tidas como populistas, o Gráfico 8 relaciona a trajetória da oferta monetária e da taxa de inflação (IPCA) ao longo do período de 2016 a 2024.

Gráfico 8 – Brasil: variação percentual de algumas variáveis monetárias (2016-2024)



Fonte: Elaborado pelo próprio autor com base em dados da Tabela 3.

¹⁴ Aumento real de despesas mesmo com uma arrecadação efetiva, em 2017, de 24% menor que o previsto no orçamento aprovado em 2016 (TCU, 2025).

Um episódio importante relacionado a decisão de juros foi a reunião 196^a do Copom, de janeiro de 2016. Após o FMI divulgar uma nota revendo projeções macroeconômicas, o então presidente do BC, Alexandre Tombini, divulgou uma nota avaliando tais revisões como “significativas” (Rizério, 2016), mudando completamente seu discurso, de combate à inflação, para um tom mais brando em relação aos juros, mesmo com o IPCA fora do teto da meta. O destaque para esse episódio se dá pelo fato de que o Governo Federal enfrentava problemas devido as diversas medidas fiscais “impopulares”, adotadas para se buscar o equilíbrio das contas federais.

A Meta Selic, no período pré-pandemia da Covid-19 (2015-2019), apresentou uma diminuição de cerca de 10 pontos percentuais, o que coincidiu com a Emenda Constitucional n° 95/2016, que instituiu o teto de gastos ao orçamento da União (Brasil, 2016c), o que refletiu uma maior confiança dos investidores e reduziu o “risco país”, contribuindo para a estabilidade de preços e manutenção dos níveis de poder de compra e salários.

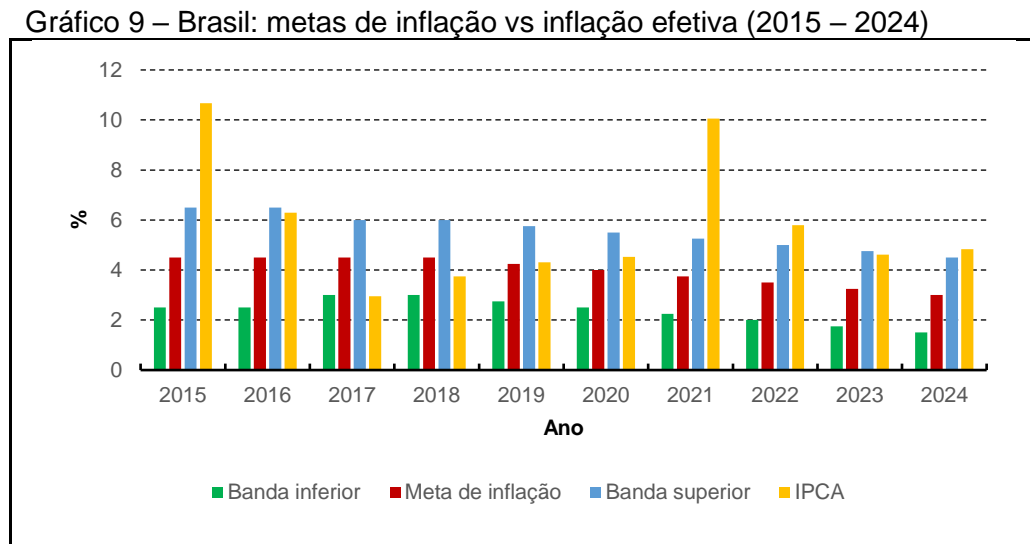
Posteriormente, comparando a trajetória da Meta Selic, com destaque especial para os anos de 2018 e 2022, que ocorreram eleições presidenciais no Brasil, verifica-se que, no ano de 2018 (pré-autonomia) não houve elevação de juros em nenhuma reunião. Entretanto, no ano de 2022 (pós-autonomia), verificou-se um salto na variação da Meta da Selic em cerca de sete pontos percentuais, em apenas oito reuniões do Copom.

Buscando “justificar” esta diferença de atitude, apenas uma verificação dos agregados monetários não se faz suficiente. Nota-se que, enquanto em 2017 (pré-eleição) houve expansão da oferta monetária (5,73%) com juros em queda, em 2022 (ano de eleição) ocorreu o inverso: o BC elevou agressivamente os juros mesmo diante de uma contração na oferta de moeda (-1,17%), o que sugere que a autoridade monetária reagia a outros vetores inflacionários, como choques de oferta, e não a uma pressão de demanda monetária naquele momento específico.

Analisando a ata da 248^a reunião do Copom, verifica-se que a decisão de aumento de 0,5 pontos percentuais na Meta Selic (o último aumento para o ano), ocorre devido à influência também de fatores externos, como políticas restritivas de juros globais, guerra na Ucrânia e as projeções de inflação do Focus (Banco Central do Brasil, 2022a). Demonstrando que a autoridade monetária estava seguindo um ciclo de aperto monetário global e o compromisso com a perseguição da meta para a

inflação, mesmo que isso resultasse em uma elevação de juros para o maior patamar em 10 anos, durante um ano com eleições presidenciais.

Visando analisar a principal métrica perseguida pelo BC (Metas da inflação), o Gráfico 9 demonstra o enquadramento dentro das metas de inflação propostas pelo CMN, com aceitação de 1,5 ponto percentual superior ou inferior ao centro da meta.



Fonte: Elaborado pelo autor com base em: Banco Central do Brasil (2025f).

Verifica-se que o enquadramento central da meta ocorreu apenas nos anos de 2018 e 2019. No que tange às bandas, houve atingimento da meta também em 2016 e 2023. Nos anos de 2015 e 2021, tem-se destaque de superioridade da taxa de inflação frente às metas (principal e bandas).

De acordo com Brasil (2024), o presidente do BC deve explicar publicamente através de carta aberta os motivos do descumprimento da meta (inflação fora da banda superior ou inferior).

Em 2022, o então presidente do BC, Roberto Campos Neto, em cumprimento ao artigo 4º do decreto, por meio de carta aberta, elencou os principais motivos para o descumprimento da meta de inflação em 2021, foram:

- i. forte elevação dos preços de bens transacionáveis em moeda local, em especial os preços de commodities; ii. bandeira de energia elétrica de escassez hídrica; e iii. desequilíbrios entre demanda e oferta de insumos, e gargalos nas cadeias produtivas globais. As pressões sobre os preços de commodities e nas cadeias produtivas globais refletem as mudanças no padrão de consumo causadas pela pandemia, com parcela proporcionalmente maior da demanda direcionada para bens e impulsionada por políticas expansionistas. Esses desenvolvimentos, que ocorreram em nível global, geraram excesso de demanda em relação à oferta de curto prazo

de diversos bens, causando um desequilíbrio que, em diversos países e setores, foi exacerbado por falta de mão-de-obra, problemas logísticos e gargalos de produção. De fato, a aceleração significativa da inflação em 2021 para níveis superiores às metas foi um fenômeno global, atingindo a maioria dos países avançados e emergentes.” (Banco Central do Brasil, 2022b, p. 2).

Em vista disso, demonstrou que o Brasil é um país onde alguns itens, principalmente o consumo de bens essenciais, possuem alta influência na composição de preços, especialmente alimentos e combustíveis. Para melhor compreensão dessa influência, pode-se verificar a Tabela 4.

Tabela 4 – Componentes selecionados do IPCA em 2021

Componentes e itens selecionados	Variação (%)	Contribuição para a variação do IPCA (p.p.)
Administrados	16,90	4,34
Gasolina	47,49	2,33
Gás de botijão	36,99	0,41
Energia elétrica residencial	21,21	0,98
Livres	7,70	5,72
Alimentação no domicílio	8,23	1,25
Bens industriais	12,00	2,75
Automóvel novo ou usado	15,74	0,76
Aparelhos eletrônicos	12,11	0,21
Etanol	62,24	0,41
Serviços	4,75	1,72
IPCA	10,06	10,06

Fonte: IBGE e BC *apud* Banco Central do Brasil (2022b, p. 2)

A decomposição do IPCA de 2021 revela que a inflação de 10,06% foi fortemente pressionada por um choque de custos em itens essenciais. Embora o grupo de Preços Livres tenha sido responsável pela maior fatia da composição do índice (contribuição de 5,72 p.p.), foram os Preços Administrados que apresentaram a maior volatilidade, registrando uma variação expressiva de 16,90%.

Ao desagregar os dados, observa-se que os combustíveis foram os grandes vilões do período. A Gasolina, sozinha, sofreu variação de 47,49%, sendo responsável por 2,33 p.p. de toda a inflação do ano, ou seja, quase um quarto do IPCA de 2021. O Etanol, classificado nos Preços Livres, seguiu tendência similar, com a maior alta relativa (62,24%). Além disso, a Energia elétrica residencial também pressionou o orçamento das famílias, com alta de 21,21%. Esses dados, portanto, sugerem que o período foi marcado por uma forte inflação de custos, concentrada em energia e transporte, sem desconsiderar a relevante alta de 8,23% nos preços da Alimentação no domicílio.

4.3.3 Independência do BC no contexto institucional

Nesta subseção será analisada a independência do BC sob a perspectiva da evolução do ambiente institucional, comparando o arranjo atual com o que diz a teoria da IBC, especialmente o modelo proposto por Cukierman (1992). Busca-se, portanto, verificar o grau de adesão do caso brasileiro às premissas teóricas de autonomia, compreendendo a formalização da Lei Complementar nº 179/2021 não como um evento isolado, mas como o resultado de um processo incremental de amadurecimento das regras do jogo econômico do país.

A formalização institucional do BC, observável em Brasil (2021), dispõe de 14 artigos e possui como objetivo fundamental, como já comentado, assegurar a estabilidade de preços. No que tange à localização institucional da responsabilidade final pela política monetária, da composição da diretoria e do mandato do presidente, tem-se:

Art. 2º As metas de política monetária serão estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, competindo privativamente ao Banco Central do Brasil conduzir a política monetária necessária para cumprimento das metas estabelecidas.

Art. 3º A Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil terá 9 (nove) membros, sendo um deles o seu Presidente, todos nomeados pelo Presidente da República entre brasileiros idôneos, de reputação ilibada e de notória capacidade em assuntos econômico-financeiros ou com comprovados conhecimentos que os qualifiquem para a função.

Art. 4º O Presidente e os Diretores do Banco Central do Brasil serão indicados pelo Presidente da República e por ele nomeados, após aprovação de seus nomes pelo Senado Federal.

§ 1º O mandato do Presidente do Banco Central do Brasil terá duração de 4 (quatro) anos, com início no dia 1º de janeiro do terceiro ano de mandato do Presidente da República.

§ 2º Os mandatos dos Diretores do Banco Central do Brasil terão duração de 4 (quatro) anos, observando-se a seguinte escala:

I - 2 (dois) Diretores terão mandatos com início no dia 1º de março do primeiro ano de mandato do Presidente da República;

II - 2 (dois) Diretores terão mandatos com início no dia 1º de janeiro do segundo ano de mandato do Presidente da República;

III - 2 (dois) Diretores terão mandatos com início no dia 1º de janeiro do terceiro ano de mandato do Presidente da República; e

IV - 2 (dois) Diretores terão mandatos com início no dia 1º de janeiro do quarto ano de mandato do Presidente da República.

§ 3º O Presidente e os Diretores do Banco Central do Brasil poderão ser reconduzidos 1 (uma) vez, por decisão do Presidente da República, observando-se o disposto no caput deste artigo na hipótese de novas indicações para mandatos não consecutivos.

§ 4º O prazo de gestão do Presidente e de cada um dos Diretores do Banco Central do Brasil estender-se-á até a investidura do sucessor no cargo (Brasil, 2021, p. 1).

Nota-se uma inicial aderência ao que diz a letra da IBC, visto que os artigos destacados definem um mandato de quatro anos ao presidente do BC, não consecutivos ao presidente da República, juntamente com a responsabilização da autarquia pela condução da política monetária. Sendo a exoneração do presidente do BC possível apenas após a aprovação por maioria absoluta no Senado Federal (de forma semelhante ao que ocorre no Japão). Além disso, o mandato dos diretores também não coincide com o Poder Executivo e nem com o presidente do BC, visto que no início de cada ano (de ambos os mandatos) há a troca do mandato de dois diretores, como pode ser observado na instituição formal que coordena a autonomia do BC.

Art. 5º O Presidente e os Diretores do Banco Central do Brasil serão exonerados pelo Presidente da República:

I - a pedido;

II - no caso de acometimento de enfermidade que incapacite o titular para o exercício do cargo;

III - quando sofrerem condenação, mediante decisão transitada em julgado ou proferida por órgão colegiado, pela prática de ato de improbidade administrativa ou de crime cuja pena acarrete, ainda que temporariamente, a proibição de acesso a cargos públicos;

IV - quando apresentarem comprovado e recorrente desempenho insuficiente para o alcance dos objetivos do Banco Central do Brasil.

§ 1º Na hipótese de que trata o inciso IV do caput deste artigo, compete ao Conselho Monetário Nacional submeter ao Presidente da República a proposta de exoneração, cujo aperfeiçoamento ficará condicionado à prévia aprovação, por maioria absoluta, do Senado Federal.

§ 2º Ocorrendo vacância do cargo de Presidente ou de Diretor do Banco Central do Brasil, um substituto será indicado e nomeado para completar o mandato, observados os procedimentos estabelecidos no art. 3º e no caput do art. 4º desta Lei Complementar, devendo a posse ocorrer no prazo de 15 (quinze) dias, contado da aprovação do nome pelo Senado Federal.

§ 3º Na hipótese do § 2º deste artigo, o cargo de Presidente do Banco Central do Brasil será exercido interinamente pelo Diretor com mais tempo no exercício do cargo e, dentre os Diretores com o mesmo tempo de exercício, pelo mais idoso, até a nomeação de novo Presidente (Brasil, 2021, p. 1).

De modo geral, esse ambiente contribui de forma relevante a manutenção da tomada de decisão sobre política monetária do BC, sem possíveis pressões para tomada de decisão que favorece determinado objetivo do Governo Federal, como observado no populismo econômico.

Acerca da função reguladora do mercado do BC, fruto da evolução do sistema financeiro mundial como um todo, tem-se:

Art. 7º O art. 10 da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, passa a vigorar com as seguintes alterações:

V - realizar operações de redesconto e empréstimo com instituições financeiras públicas e privadas, consoante remuneração, limites, prazos,

garantias, formas de negociação e outras condições estabelecidos em regulamentação por ele editada;

XII - efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais, consoante remuneração, limites, prazos, formas de negociação e outras condições estabelecidos em regulamentação por ele editada, sem prejuízo do disposto no art. 39 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000;

XIV - aprovar seu regimento interno;

XV - efetuar, como instrumento de política cambial, operações de compra e venda de moeda estrangeira e operações com instrumentos derivativos no mercado interno, consoante remuneração, limites, prazos, formas de negociação e outras condições estabelecidos em regulamentação por ele editada.

§ 3º O Banco Central do Brasil informará previamente ao Conselho Monetário Nacional sobre o deferimento de operações na forma estabelecida no inciso V do caput deste artigo, sempre que identificar a possibilidade de impacto fiscal relevante” (Brasil, 2021, p. 1).

Nota-se, portanto, alto grau de adesão do BC às premissas propostas na IBC e com forte viés à ENC, visto que a autarquia possui instrumentos institucionais de política monetária, como a compra e venda de títulos públicos federais, para atuação sem subordinação ao Poder Executivo.

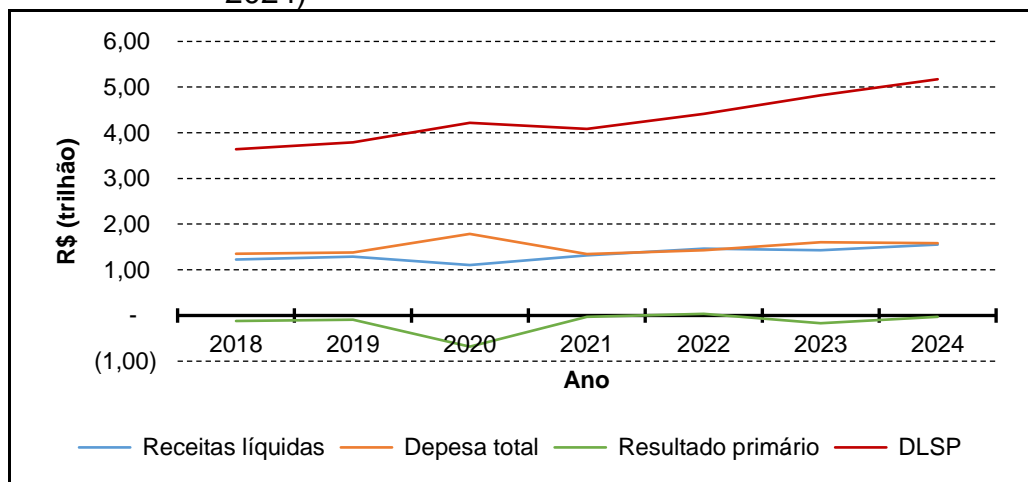
Contudo, ao analisar essa evolução institucional sob a ótica da NEI, é preciso considerar que a alteração da lei que coordena a atuação do BC é apenas uma parte da mudança. O desempenho econômico, como já destacado, é determinado pela interação entre regras formais e informais e suas características de aplicação. Assim, com base em North (1994), é possível refletir que a consolidação efetiva da independência do BC dependerá não apenas da vigência da Lei Complementar nº 179/2021, mas da evolução gradual das normas informais de conduta do poder político para que estas legitimem e sustentem a autonomia da autoridade monetária ao longo do tempo, superando a dependência de trajetória de intervenções passadas.

4.4 Indicadores econômicos no contexto pré- e pós-independência do BC

Nesta subseção, serão avaliados os principais indicadores macroeconômicos do Brasil no período pré- e pós-formalização da independência do BC, em 2021. Buscando uma verificação mais ampla do cenário como um todo, além de contemplar uma análise relacionada à política fiscal, serão avaliados o resultado primário do Governo Central e de outros indicadores que estão sob sua “tutela”, apresentados no Gráfico 10, que traz a evolução das finanças públicas do Governo Central brasileiro, entre 2018 e 2024 (três anos antes e três anos após a independência do BC).

Observa-se que, entre 2018 e 2019, as despesas totais se mantiveram sistematicamente superiores às receitas, resultando em déficit primário. O ano de 2020 representa o ponto fora da curva da série, onde o choque exógeno da pandemia (Covid-19) exigiu uma expansão extraordinária dos gastos, marcada pela elaboração do Orçamento de Guerra, sem a contrapartida de receitas, aprofundando o déficit de forma considerável.

Gráfico 10 – Brasil: evolução de alguns indicadores fiscais (2018 – 2024)



Fonte: Elaborado pelo próprio autor com base em: Tesouro Nacional (2025) e Banco Central do Brasil (2025d).

Obs. Valores reais calculados por meio do IPCA. Ano-base: 2018.

Receitas líquidas = Receita Total – Transf. por repartição de receita.

O movimento de recuperação ocorre nos dois anos seguintes. Nota-se que, em 2021 e, especialmente, em 2022, houve uma recuperação real das receitas, impulsionada pela retomada da atividade econômica, contribuindo para que o resultado primário atingisse um valor positivo (superávit). Contudo, nos dois últimos anos da série ocorreu uma nova inversão dessa tendência, com a retomada do crescimento das despesas em ritmo superior ao das receitas, devolvendo o resultado primário para o nível deficitário e evidenciando a dificuldade estrutural de estabilização das contas públicas no Brasil.

No que tange à DLSP, sua trajetória parece ter atuado como reflexo acumulado desses desequilíbrios fiscais. Observa-se que a recorrência de déficits primários, agravada pelo serviço da dívida (juros), pressionou consistentemente o estoque do endividamento, que saltou de um patamar de 36% do PIB em 2015, passando por cerca de 54% em 2018 e chegando a 60% no final do período, como observado na Tabela 3.

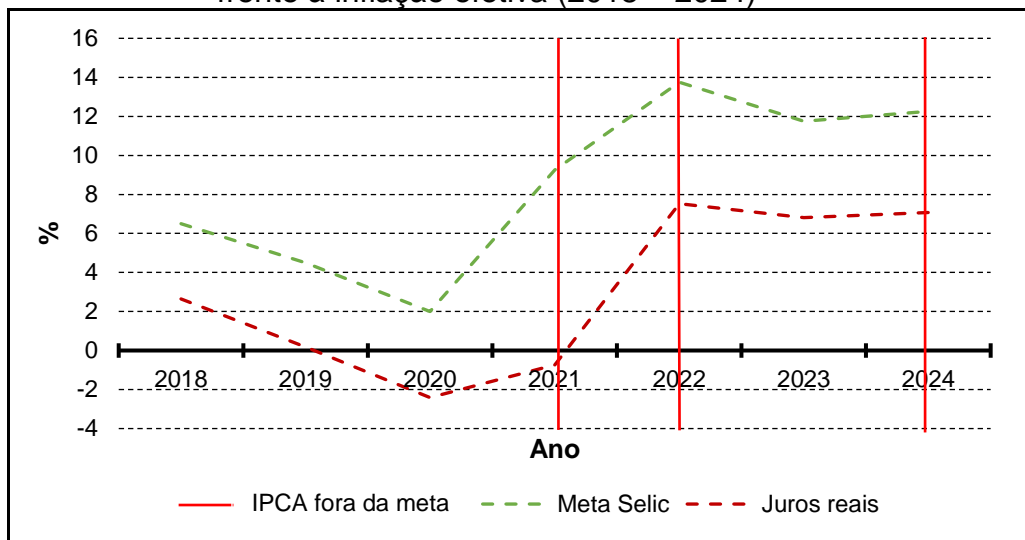
O salto expressivo observado em 2020 sugere o efeito do déficit extraordinário da pandemia ao passivo público, enquanto a manutenção da dívida em patamares elevados nos anos subsequentes sinaliza a persistência da vulnerabilidade fiscal e a dificuldade brasileira de estabilização da relação Dívida/PIB no curto prazo.

Essa dinâmica de desequilíbrio fiscal reflete uma estratégia que pode apresentar caráter positivo de curto prazo (via estímulo à demanda), mas que pode gerar efeitos mais que proporcionalmente negativos de longo prazo, como observado no populismo econômico, comprometendo a estabilidade, o controle da inflação e o desenvolvimento sustentável.

Portanto, considerando o impacto do resultado fiscal, e das expectativas dos agentes econômicos nas decisões sobre juros, um aumento da dívida, e déficit constante, gera desconfiança dos agentes e aumento da percepção de risco e por consequência juros em maiores níveis por mais tempo. Quando há confiança nas contas públicas, portanto, há espaço para redução de juros (Gadelha, 2023).

Tendo isso em vista, é possível avançar a análise para a decisão sobre taxa de juros. O Gráfico 11 demonstra as decisões de juros e política monetária do BC entre 2018 e 2024, juntamente com o enquadramento na meta.

Gráfico 11 – Brasil: evolução da Meta Selic e da taxa de juros reais frente à inflação efetiva (2018 – 2024)



Fonte: Elaborado pelo próprio autor com base em: Banco Central do Brasil (2025b).

Obs: Juros reais = $(1 + i) \div (1 + \text{taxa de inflação})$, onde: i = Meta Selic; taxa de inflação efetiva = IPCA.

De modo geral, possível observar no Gráfico 11 que, em 2020 e 2021 (ano de sua independência), o BC conduzia uma taxa de juro real negativa, isto é, se

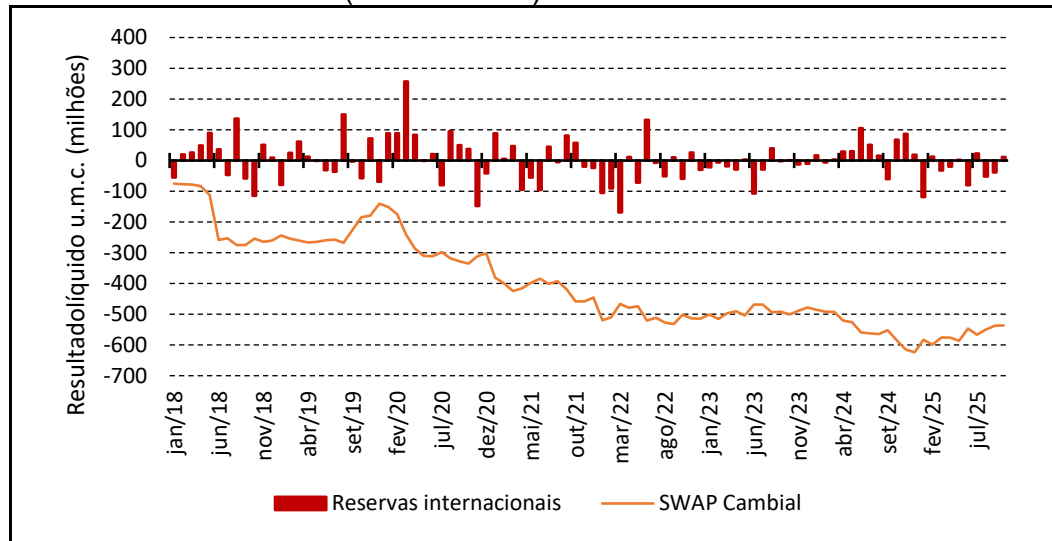
descontada a taxa de inflação da taxa de juros nominal, o resultado seria menor do que zero, ao passo que após a formalização da independência, houve elevação nas taxas de juros nominal e real, possível reflexo da busca por atingir a meta de inflação, que foi descumprida três vezes. Assim, devido às incertezas internas e externas (Banco Central do Brasil, 2024), desde 2021 o BC adotou os maiores níveis de taxas de juros reais no mundo, ficando em 2024 com a segunda maior taxa (Fuentes, 2024).

Especificamente, a evolução da taxa de juros real *ex-post* demonstra a dinâmica da política monetária frente aos choques de preços. Nos anos de 2020 e 2021, o convívio do Brasil com taxas de juros reais negativas ocorre em cenários distintos. Em 2020, o juro real negativo parece refletir um estímulo monetário intencional durante a pandemia (Covid-19). No ano seguinte, a taxa real permaneceu negativa, possivelmente devido à forte aceleração inflacionária (10,06%), a qual superou temporariamente o ciclo de alta da Meta Selic.

Em resposta aos desvios da inflação, que rompeu o teto da meta nos anos de 2021, 2022 e 2024, observa-se uma mudança estrutural na atuação do BC. Para realinhar as expectativas, a autoridade monetária aumentou a Meta Selic para patamares restritivos, resultando em taxas de juros reais positivas elevadas a partir de 2022. A persistência de juro real positivo ao final do período sinaliza o esforço contínuo da gestão autônoma para garantir a convergência da inflação.

Além da decisão sobre juros nominal, a intervenção no mercado cambial é outro fator importante na tomada de decisão do BC, tendo em vista o regime de câmbio flutuante adotado. Quando julga necessário, a autoridade intervém no mercado, através do *swap* cambial, atuando como força compradora ou vendedora de dólares e buscando estabilidade em momentos de alta volatilidade do mercado. O Gráfico 12 demonstra o histórico de atuação neste mercado por parte do BC, onde é possível observar que, em relação à atuação no mercado cambial, houve uma leve tendência de redução na utilização de reservas e interferências no mercado (através de *swap*), se comparado 2018-2020 e 2022-2024 (considerando o caráter excepcional da pandemia Covid-19). Contudo, destaca-se que o BC, em todo o período, realizou forte atuação no mercado cambial.

Gráfico 12 – Brasil: evolução das reservas internacionais e do swap cambial (2018 – 2025)



Fonte: Elaborado pelo próprio autor com base em: Banco Central do Brasil (2025b).

A análise da taxa de juros real é uma métrica importante na análise referente aos níveis de juros, refletindo se os níveis escolhidos, para determinado período no país, são de caráter restritivo ou expansionista, visto que o BC, através do Copom, utiliza esta métrica para tomada de decisão (Banco Central do Brasil, 2023).

Outra variável fundamental que é levada em consideração pelo BC, na condução de política monetária, é o dólar, visto que o Brasil possui o regime cambial flutuante sujo e, portanto, apesar de ser definido pelo mercado, ocorre a intervenção do BC no câmbio quando o mesmo julga necessário, tanto para apreciação quanto para depreciação do valor da moeda nacional (Banco Central do Brasil, 2025g).

No que tange ao modo de condução de política monetária no período observado, conforme observado nos Gráficos 11 e 12, parece ocorrer uma inversão no nível aceito de juros reais, enquanto no mercado cambial nota-se uma leve queda nas interferências.

Verificados os principais indicadores referentes à atuação das autoridades monetária e fiscal do país, faz-se necessária observar mais alguns indicadores ligados ao desenvolvimento econômico, de modo a traçar um panorama da atividade econômica e seus reflexos ao longo do período destacado. Em vista disso, a Tabela 5 traz alguns desses números.

Tabela 5 – Brasil: indicadores macroeconômicos (2015 – 2024)

Ano	Formação bruta de capital fixo ¹ %PIB	Rendimento real mensal médio ² (R\$)	PIB <i>per capita</i> real mensal ³ (R\$)	PIB ¹ (trilhão R\$)		Taxa de inflação (IPCA) ⁴ (%)	Taxa de desocupação ⁵ (%)
				Nominal	Real		
2015	17,8	3 171	2 493	6,00	6,00	10,67	8,9
2016	15,5	3 106	2 437	6,27	5,90	6,29	11,7
2017	14,6	3 156	2 473	6,58	6,02	2,95	12,6
2018	15,1	3 202	2 526	7,00	6,17	3,75	12,2
2019	15,5	3 213	2 549	7,39	6,24	4,30	11,9
2020	16,6	3 263	2 511	7,61	6,15	4,52	13,8
2021	17,9	-	2 706	9,01	6,62	10,06	14,0
2022	17,8	3 110	2 871	10,08	7,00	5,78	9,6
2023	16,4	3 236	2 966	10,94	7,26	4,62	7,8
2024	17,0	3 377	3 023	11,74	7,43	4,83	6,6

Fonte: Elaborado pelo autor com base em: ¹IBGE (2025e); ²IBGE (2025d); ³IPEA (2025c); ⁴IBGE (2025b); ⁵IBGE (2025f).

Obs. Rendimento mensal médio: cálculo da média da soma dos quatro trimestres apresentados pela fonte, com exceção de 2020 (que consta somente a renda média referente ao primeiro trimestre), e 2022 (valor referente à média da soma do 2º, 3º e 4º trimestres).

PIB *per capita* real: valor médio deflacionado por meio do IPCA. Ano-base: 2015.

PIB real: valor deflacionado por meio do IPCA. Ano-base: 2015.

No que tange à produção, observa-se que o PIB real, após recuar para R\$ 5,9 trilhões em 2016, iniciou uma trajetória de recuperação, acelerando significativamente, a partir de 2021, até atingir R\$ 7,43 trilhões, em 2024. Esse aquecimento da atividade foi acompanhado pelo investimento [Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF)]¹⁵, que saiu de um piso de 14,6% do PIB, em 2017, para patamares próximos a 17% e 18%, nos anos mais recentes, o que indica uma possível retomada, ainda que volátil, da capacidade produtiva.

Essa expansão do produto parece ter impactado positivamente no mercado de trabalho e na renda. Os dados demonstram uma possível correlação inversa entre o crescimento do PIB real e a taxa de desocupação, pois, após atingir o pico de 14% em 2021 (ano de choque inflacionário e início da recuperação do PIB), o desemprego¹⁶ caiu consistentemente, encerrando a série de menor patamar histórico apresentado, 6,6%, em 2024. Simultaneamente, o rendimento real médio, que oscilou próximo a R\$ 3.100 – R\$ 3.200, durante a maior parte do período, apresentou crescimento expressivo em 2024, alcançando R\$ 3.377, o maior valor da série.

¹⁵ A FBCF “[...] mede o quanto as empresas aumentaram os seus bens de capital, ou seja, aqueles bens que servem para produzir outros bens” (Wolffenhüttel, 2004, p. 1).

¹⁶ Importante destacar que o desemprego “[...] se refere às pessoas com idade para trabalhar (acima de 14 anos) que não estão trabalhando, mas estão disponíveis e tentam encontrar trabalho. Assim, para alguém ser considerado desempregado, não basta não possuir um emprego” (IBGE, 2025c, p. 1). Logo, um maior número de pessoas à procura de emprego leva a um menor nível de desemprego.

Portanto, os indicadores sugerem que o crescimento econômico recente foi eficaz em gerar emprego e recuperar o poder de compra das famílias.

Nesse contexto, a atuação do BC, sob a égide de sua autonomia formal, parece ter sido decisiva para a qualidade desse ajuste macroeconômico. Observa-se que o processo de desinflação, caracterizada pela queda do IPCA de 10,06%, em 2021, para o patamar de 4% a 5%, nos anos seguintes, parece não ter exigido uma taxa de sacrifício elevada, em termos de atividade real. Pelo contrário, a estabilização dos preços ocorreu simultaneamente à expansão do PIB real e à redução da taxa de desocupação, que, em 2024, atingiram R\$ 7,43 trilhões e 6,6%, respectivamente.

Essa conjuntura contribuiu com a premissa de que a busca pela estabilidade monetária, blindada de pressões políticas de curto prazo, não é antagônica ao desenvolvimento e consiste numa base necessária para o crescimento sustentável da renda e de emprego, aspectos essenciais para o bem-estar da população.

De modo geral, a teoria econômica sugere que o investimento tende a recuar quando há um aumento da taxa de juros. No entanto, essa relação inversa não foi linearmente observada nos dados apresentados, tendo em vista que a FBCF se recuperou mesmo num cenário de aporte monetário. Esse comportamento sugere que a retomada da demanda agregada e as expectativas de crescimento foram fortes o suficiente para compensar o custo do capital. Tal adaptação é ainda mais notável ao se considerar os entraves estruturais do ambiente de negócios brasileiro, caracterizado por altos custos de transação, tendo em vista que o país figurou, de acordo com TMF Group (2025), como a 7ª jurisdição mais complexa do mundo em 2024, no Índice Global de Complexidade Corporativa.

Uma situação que chama atenção, mas que não foi destacada na Tabela 5, foi observada em Vieira (2024, p. 1), que é o fato de que, no Brasil, em 2024, de um total de 203 milhões de habitantes, 47% da população recebeu algum benefício do Governo Federal. Desse total, 36% consistiram em aposentados pelo Regime Geral de Previdência (RGPS), 7% receberam benefícios assistenciais e de legislação especial do Instituto e 57% dos beneficiários estavam numa família que recebia o Bolsa Família que, “[...] diferente dos aposentados e pensionistas, o auxílio não depende do trabalho ou do tempo de contribuição. O benefício é concedido para famílias que têm renda mensal por pessoa de até R\$ 218, considerada situação de pobreza”.

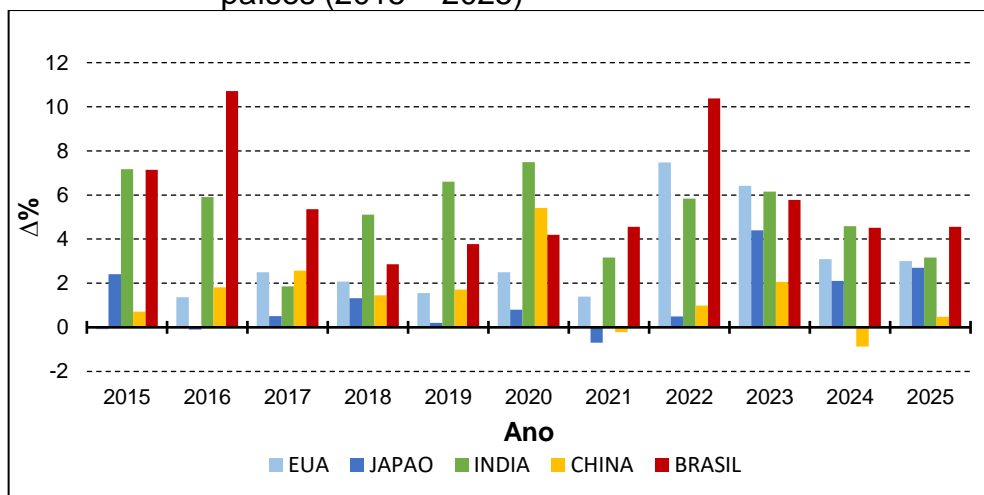
Esse cenário demonstra uma certa contradição, em termos de desenvolvimento econômico, com alguns dados da Tabela 5. Espera-se que, numa economia em pleno desenvolvimento, exista um percentual reduzido de pessoas que necessitem de transferências governamentais voltadas ao combate da pobreza, especialmente o Bolsa Família, o que evidencia a continuidade da vulnerabilidade social. Assim, a persistência dessa dependência contribui com a percepção de que a recuperação da renda média e do emprego, por si só, não tem sido suficiente para superar a vulnerabilidade estrutural e propagar o fenômeno do desenvolvimento socioeconômico de forma homogênea.

4.5 Indicadores macroeconômicos: uma comparação internacional

Nesta seção serão comparados os indicadores macroeconômicos de inflação, juros e PIB do Brasil com algumas economias desenvolvidas, EUA e Japão, e emergentes, China e Índia, visando vislumbrar se houve no Brasil a condução da política monetária convergente ou divergente das principais economias globais.

Para iniciar a análise, o Gráfico 13 apresenta o indicador de preços *Consumer Price Index* (CPI), que “é uma medida do preço médio que os consumidores pagam por bens e serviços em uma ‘cesta’ baseada no mercado de bens e serviços” (Global-rates, 2025b, p. 1).

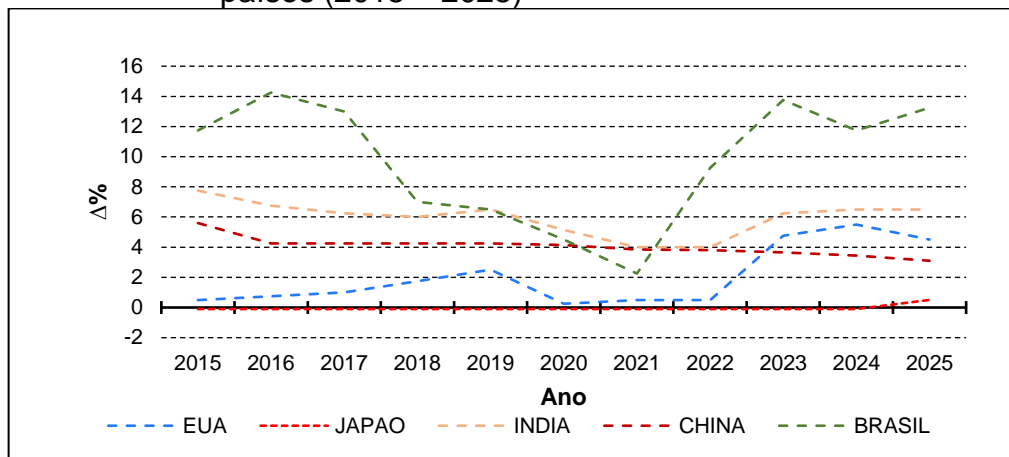
Gráfico 13 – Evolução do Consumer Price Index (CPI) em alguns países (2015 – 2025)



Fonte: Elaborado pelo próprio autor com base em: Global-rates (2025b).

Verifica-se que, além de possuir os maiores níveis de inflação, mesmo se comparado aos seus pares emergentes (China e Índia), o Brasil possuiu a maior variação da inflação, o que afeta negativamente a estabilidade macroeconômica. Em vista disso, o Gráfico 14 compara as decisões sobre juros para a mesma seleção de países, demonstrando que a trajetória de juros no Brasil também possui a maior variação, e os maiores níveis, dentre os países observados.

Gráfico 14 – Evolução do Consumer Price Index (CPI) em alguns países (2015 – 2025)



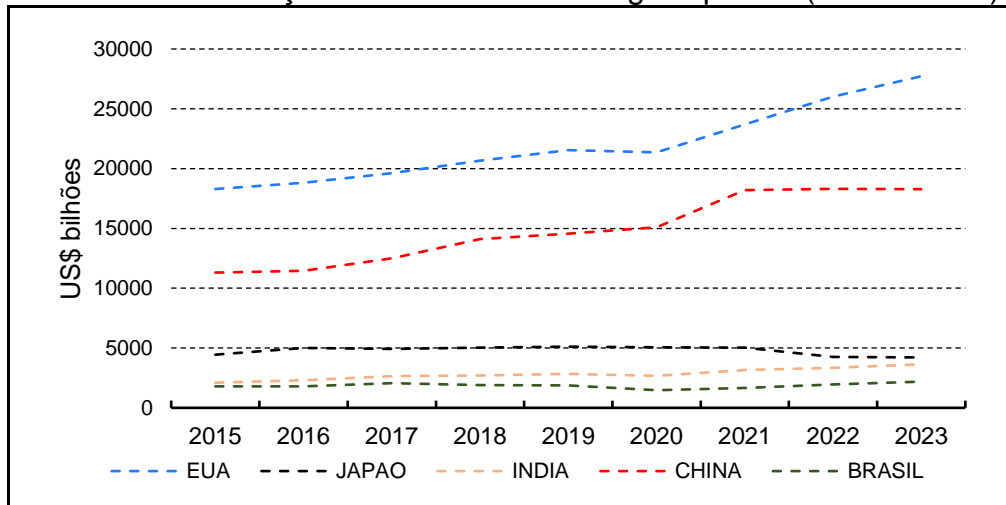
Fonte: Elaborado pelo próprio autor com base em: Global-rates (2025b).

Observando-se as tendências globais, o Brasil tem acompanhado os demais países, contudo com uma maior variância, com juros saindo de 12%, em 2015, indo a 2%, em 2020 e, em 2025 atingindo 14%, o que reforça novamente o fator incerteza nos agentes econômicos, pilar fundamental da estabilidade.

Em vista disso, para analisar o possível impacto destas variáveis no produto, o Gráfico 15 demonstra a variação do PIB entre as economias analisadas para o período de 2015 a 2023. Importante comentar que, quanto ao PIB anual, o FMI disponibiliza dados somente até 2023.

A análise comparativa do PIB revela dois elementos importantes, possivelmente influenciados pela dinâmica cambial. Primeiramente, nota-se que o Japão foi a única economia da série a apresentar redução do seu produto nominal ao final do período, quando comparado a 2015. Esse fenômeno, contudo, parece ser reflexo da desvalorização do Iene frente ao dólar, que teria afetado negativamente o crescimento daquela economia.

Gráfico 15 – Evolução do PIB nominal de alguns países (2015 – 2023)



Fonte: Elaborado pelo próprio autor com base em: FMI (2025).

O Brasil também enfrentou oscilações severas, chegando a registrar valores inferiores a 2015 durante a crise sanitária de 2020, mas recuperou o patamar de crescimento, apresentando uma expansão nominal de 21,7% (passando de US\$ 1,8 trilhão para US\$ 2,19 trilhões). Esse desempenho mostra-se modesto quando comparado a seus pares: a taxa de crescimento brasileira foi inferior à metade da registrada pelos Estados Unidos (que avançaram cerca de 50% no período) e significativamente menor que a de outros emergentes, como a China e a Índia, posicionando o Brasil, em termos de ritmo de expansão, à frente apenas do Japão.

Em suma, a análise comparativa internacional evidencia que o Brasil, embora tenha enfrentado choques inflacionários e ciclos de aperto monetário similares aos das grandes economias, apresentou uma recuperação caracterizada por maior volatilidade e um custo de capital (juros) mais elevado. O desempenho do produto, ainda que modesto em relação aos pares emergentes, demonstra resiliência frente aos choques recentes. Diante desse panorama empírico e da evolução institucional discutida ao longo deste capítulo, encaminha-se para a conclusão da investigação, onde se buscará responder, à luz da NEI, se a autonomia do BC efetivamente contribuiu para mitigar incertezas e garantir a estabilidade necessária ao desenvolvimento econômico do país.

5 CONCLUSÃO

A consolidação da evolução recente do ambiente institucional relacionado à independência do BC pode ser caracterizada, inicialmente, por uma relativa ausência de conflitos, em especial no que tange à relação com o Poder Executivo. Entretanto, com a mudança de governo e o novo presidente da República, ruídos passaram a ocorrer, evidenciando um possível choque de interesses. Em vista disso, a presente pesquisa analisou o cenário político-econômico brasileiro frente à formalização dessa independência.

No que tange à independência de um banco central, em relação ao Governo Federal, verificou-se que, em contraste com a IBC, existem diferentes graus de autonomia e arranjos institucionais, ao mesmo tempo que há semelhanças quanto ao objetivo principal da instituição, que reside na estabilidade de preços.

No Japão, na Inglaterra e nos EUA, países com maior grau de independência do banco central, verificou-se semelhança no que tange à meta de inflação, objetivo principal, tomada de decisão sobre juros e composição de conselho. Havendo nos três primeiros semelhanças inclusive com os países onde o banco central possui menor grau de independência (subordinado), como China e Índia, por exemplo.

Comparando esses pares observados com o caso brasileiro, nota-se semelhança com ambos os modelos, visto que a autarquia possui presidente e diretores com mandatos independentes, desvinculação com qualquer esfera do Governo Federal e autonomia total sobre os juros do país, o que reforça a visão de um grau de independência mais elevado.

Contudo, a meta de inflação perseguida pelo BC, além de ser maior que os pares observados, é definida pelo CMN, que tem em sua composição dois terços dos cargos ocupados por nomes escolhidos pelo Poder Executivo, se assemelhando, portanto, na questão de objetivo, com os bancos centrais com maior grau de subordinação.

Sob a ótica da NEI, verificou-se que o ambiente institucional no Brasil teve uma evolução convergente com o que sugere North (2018; 1994), isto é, as regras formais apresentaram evolução incremental e cumulativa, impulsionadas por pressões internas que, neste caso, consistem na possível necessidade de blindar a autoridade monetária de ingerências políticas e crises de credibilidade.

No período observado desde 2016, não somente o presidente do BC, mas também o Poder Executivo, mesmo que não-intencional, demonstrou simpatia com os pressupostos da ENC, tendo como principal exemplo a citação do tripé macroeconômico, feita por Ilan Goldfajn, quando ocupava o cargo de presidente da autarquia.

Contudo, nota-se, recentemente, uma tentativa de gerar instabilidade no ambiente institucional voltado à atuação do BC, causada principalmente pelos recentes questionamentos do presidente da República ao BC, criticando os níveis de taxas de juros praticados pela autarquia e o grau de independência a ela concedido.

No que tange às percepções do Governo Federal, a análise evidenciou uma dualidade temporal relevante. Verificou-se que, entre 2016 e 2022, houve um alinhamento das percepções do Executivo com a ortodoxia monetária, o que criou o “capital político” necessário para a aprovação da autonomia formal. Em contrapartida, o período recente revelou percepções divergentes por parte do atual governo, que, embora respeite a legalidade (*de jure*) da autonomia, manifesta publicamente uma visão crítica quanto à condução da política de juros. À luz da NEI, essas percepções conflitantes atuam como um teste de estresse para a nova regra formal, demonstrando que a consolidação da independência depende não apenas da lei, mas da convergência gradual das crenças políticas em torno da estabilidade monetária como um ativo de longo prazo, que não pode ser influenciada por interesses individuais dos governos, como se observa no populismo econômico.

Em relação à condução de taxas de juros, nota-se que houve mudança da condução pelo BC, após a formalização da independência, não somente tendo a maior taxa de juros nominal observada, entre seus pares, como também a prática de juros reais positivos.

Aliado a isso, a intervenção da autarquia no mercado de câmbio apresentou leve queda, contudo a tendência foi constante, ou seja, durante o período observado, houve redução anual da oferta de *swap* cambial no mercado.

Quanto ao desempenho econômico, a análise dos indicadores a partir de 2015 revelou que, após a crise sanitária de 2020, a economia brasileira destacou-se positivamente. Houve redução significativa na taxa de desemprego, recuperação da FBCF e melhora no rendimento real médio e no PIB real *per capita*, a despeito do ciclo de alta da Selic.

Diante do exposto, conclui-se que, após a formalização da independência, o principal ganho observável parece ter sido o controle inflacionário pós-pandemia sem o sacrifício excessivo da atividade econômica. Diante desse cenário, é possível afirmar que o BC independente tem contribuído para a eficiência da política monetária como instrumento de promoção do desenvolvimento econômico, aceitando-se, portanto, a hipótese levantada.

Por fim, cumpre ressaltar que, embora a análise empírica tenha se concentrado em variáveis macroeconômicas de crescimento e estabilidade, entende-se, à luz da NEI, que tais indicadores não são fins em si mesmos, mas condições *sine qua non* para o desenvolvimento, como observado em Bresser-Pereira e Nakano (2002). A evidência de recuperação da renda e do emprego, apesar de contrastada com a persistência da vulnerabilidade social (observada no nível de transferência governamental direcionado ao Bolsa Família), reforça que a autonomia do BC foi eficaz em garantir o alicerce da estabilidade monetária, sobre o qual as demais políticas públicas devem atuar para transformar o crescimento quantitativo em desenvolvimento econômico e social pleno.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA CÂMARA DE NOTÍCIAS. Orçamento para 2018 é sancionado com veto a recurso extra para fundo que financia a educação; salário mínimo neste ano será de R\$ 954. **Câmara dos Deputados**, Brasília, 03 jan. 2018. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias/530691-orcamento-para-2018-e-sancionado-com-veto-a-recurso-extra-para-fundo-que-financia-a-educacao-salario-minimo-neste-ano-sera-de-r-954/>. Acesso em: 10 out. 2025.

AGÊNCIA SENADO. Bolsonaro propõe autonomia do BC; assunto é discutido no Senado há 30 anos. **Senado Federal**, Brasília, 11 abr. 2019. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2019/04/11/bolsonaro-propoe-autonomia-do-bc-assunto-e-discutido-no-senado-ha-30-anos>. Acesso em: 16 out. 2025.

ALCHIAN, A. A., KLEIN, B. On a correct measure of inflation. **Journal of Money, Credit, and Banking**, February, 1973.

AL-HASCHIMI, A.; SPITAL, T. The evolution of China's growth model: challenges and long-term growth prospects. **Economic Bulletin Articles**, n. 5. Disponível em: https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2024/html/ecb.ebart202405_01~a6318ef569.en.html. Acesso em: 20 ago. 2025.

ALVARENGA, B. Campos Neto: "ruído é primeiro teste para autonomia do Banco Central". **Metrópoles**, Brasília, 14 fev. 2023. Disponível em: <https://www.metropoles.com/negocios/campos-neto-ruído-e-primeiro-teste-para-autonomia-do-banco-central>. Acesso em: 15 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Política monetária**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao>. Acesso em: 10 abr. 2025a.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **SGS – Sistema Gerenciador de Series Temporais – v2.1**. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 20 jun. 2025b.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Recomendações de Basileia: Basileia I e II**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recomendacoesbasileia>. Acesso em: 20 jun. 2025c.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas fiscais – todas as publicações**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/historicofiscais?ano=2025>. Acesso em: 05 out. 2025d.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxas de juros básicas – histórico**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em: 20 jul. 2025e.

BANCO DO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico**: meta de inflação vs. inflação efetiva. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicometas>. Acesso em: 20 out. 2025f.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Política cambial**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/politicacambial>. Acesso em: 15 mai. 2025g.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 262ª reunião do Comitê de Política Monetária (Copom)**. Brasília: 7 e 8 mai. 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/copom/atascopom/Copom262-not20240508262.pdf>. Acesso em: 18 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 256ª reunião do Comitê de Política Monetária (Copom)**. Brasília: 2 ago. 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/copom/atascopom/Copom256-not20230802256.pdf>. Acesso em: 17 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 248ª reunião do Comitê de Política Monetária (Copom)**. Brasília: 3 ago. 2022a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/03082022>. Acesso em 17 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ofício 823/2022 – BCB/Gapre**. Assunto: Carta Aberta explicando a inflação acima do limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2021. Destinatário: Paulo Roberto Nunes Guedes. Brasília, 11 jan. 2022b. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/OF_CIO_823_2022_BCB_SECRE_01.pdf. Acesso em: 10 out. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 238ª reunião do Comitê de Política Monetária (Copom)**. Brasília: 4 e 5 mai. 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/copom/atascopom/Copom238-not20210505238.pdf>. Acesso em: 17 out. 2025.

BANCO Central tem autonomia para trabalhar, diz Tombini. **O Tempo**, Contagem, 24 mar. 2015. Disponível em: <https://www.otempo.com.br/economia/banco-central-tem-autonomia-para-trabalhar-diz-tombini-1.1014130>. Acesso em: 17 out. 2025.

BANK OF ENGLAND. **Our history**. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/about/history>. Acesso em: 05 ago. 2025.

BANK OF JAPAN. **About the bank**: history. Disponível em: <https://www.boj.or.jp/en/about/outline/history/index.htm>. Acesso em: 02 ago. 2025a.

BANK OF JAPAN. **About the bank**: functions and operations of the Bank of Japan. Disponível em: <https://www.boj.or.jp/en/about/outline/fobj.htm>. Acesso em: 02 ago. 2025b.

BASTIAN, E. F. Os objetivos da política monetária em perspectiva histórica: um estudo a partir das experiências da Alemanha, Estados Unidos e da Inglaterra (1914-2000). *In*: ENCONTRO REGIONAL DE HISTÓRIA - ANPUH-RIO - MEMÓRIA E PATRIMÔNIO, 14, 2010, Rio de Janeiro. **Anais [...]**. Rio de Janeiro: Anpuh, 2010. Disponível em: http://www.encontro2010.rj.anpuh.org/resources/anais/8/1276707878_ARQUIVO_Eduardo_F_Bastian_Artigo_ANPUH.pdf. Acesso em: 20 jul. 2025.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia**: teoria e política econômica. Rio de Janeiro: Elsevier, 2001.

BLINDER, A. **The strategy of monetary policy**. Minneapolis: Federal Reserve Bank, 1995. Disponível em: <https://www.minneapolisfed.org/article/1995/the-strategy-of-monetary-policy>. Acesso em: 25 mai. 2025.

BRASIL. **Decreto nº 12.079 de 26 de junho de 2024**. Estabelece nova sistemática de meta para a inflação como diretriz para fixação do regime de política monetária. Brasília: Presidência da República, [2024]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2023-2026/2024/Decreto/D12079.htm#art8. Acesso em 17 out. 2025.

BRASIL. **Lei complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021**. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores; e altera artigo da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Brasília: Presidência da República, [2021]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm. Acesso em: 20 mar. 2025.

BRASIL. **Lei nº 13.587, de 2 de janeiro de 2018**. Estima a receita e fixa a despesa da União para o exercício financeiro de 2018. Brasília: Presidência da República, [2018]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2018/lei/l13587.htm. Acesso em: 02 ago. 2025.

BRASIL. **Lei nº 13.414, de 10 de janeiro de 2017**. Estima a receita e fixa a despesa da União para o exercício financeiro de 2017. Brasília: Presidência da República, [2017]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/l13414.htm. Acesso em: 02 ago. 2025.

BRASIL. Congresso Nacional. Senado Federal. Comissão Especial do Impeachment. **Parecer referente à análise de procedência ou improcedência da Denúncia nº 1, de 2016 (DCR nº 1, de 2015, na origem)**: denúncia por crime de responsabilidade, em desfavor da Presidente da República, Dilma Vana Rousseff [...]. Relator: Senador Antonio Anastasia. Brasília: Senado Federal, 2016a. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento/download/3b0f260b-57fb-490d-9599-d13af7dba176>. Acesso em: 15 ago. 2025.

BRASIL. Congresso Nacional. Senado Federal. Comissão Especial do Impeachment. **Parecer referente à admissibilidade da DEN nº 1, de 2016:** denúncia por crime de responsabilidade, em desfavor da Presidente da República, Dilma Vana Rousseff. Relator: Senador Antonio Anastasia. Brasília: Senado Federal, 2016b. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento/download/32f49349-e9ae-4598-bae2-f53e5611c57a>. Acesso em: 15 ago. 2025.

BRASIL. **Emenda Constitucional nº 95, de 15 de dezembro de 2016.** Altera o ato das disposições constitucionais transitórias, para instituir o novo regime fiscal, e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, [2016c]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc95.htm. Acesso em: 17 out. 2025.

BRASIL. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.** Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, [1964]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 02 ago. 2025.

BRASIL. **Decreto-lei nº 7.293 de 2 de fevereiro de 1945.** Cria a Superintendência da Moeda e do Crédito, e dá outras providências. Rio de Janeiro: Presidência da República, [1945]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1937-1946/del7293.htm. Acesso em: 20 jun. 2025.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **O conceito histórico de desenvolvimento econômico.** São Paulo: Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2006. (Textos para Discussão, n. 157). Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/4ab010c3-f540-4127-b53d-9e7a7aa6dcef/content>. Acesso em: 21 jul. 2025.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 22, n. 3, p. 533-563, 2002. Disponível em: <https://bjpe.org.br/journal/article/view/951>. Acesso em: 05 mai. 2025.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 4, n. 1, p. 3-19, 1984. Disponível em: <https://bjpe.org.br/journal/article/view/1872>. Acesso em: 05 mai. 2025.

BUDZINSKI, O.; JASPER, J.; MICHLER, A. F. **Reichsbank.** Disponível em: <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/reichsbank-43311/version-266642>. Acesso em: 02 ago. 2025.

BUNDESBANK. **Bundesbank act.** Disponível em: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/618304/6d6986cbc43dff11cf78d56b2c29502b/472B63F073F071307366337C94F8C870/gesetz-ueber-die-deutsche-bundesbank-data.pdf>. Acesso em: 10 set. 2025.

CAMPOS, A. C. Temer diz que Banco Central tem “plena autonomia” para definir taxa de juros. **Agência Brasil**, Brasília, 20 jul. 2016. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2016-07/temer-diz-que-banco-central-tem-plena-autonomia-para-definir-taxa-de-juros>. Acesso em: 17 out. 2025.

CAMPOS NETO, R. **Apontamentos do Presidente do Banco Central do Brasil, Roberto Campos Neto**. Cerimônia de sanção da lei de autonomia do BC. Brasília: Banco Central do Brasil, 2021. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apontamentos_RCN_24.2.21.pdf. Acesso em: 19 out. 2025.

COASE, R. H. **A firma, o mercado e o direito**. Tradução de Heloísa Gonçalves Barbosa. 2ª ed. São Paulo: Forense Universitária, 2017.

CORAZZA, G. Os bancos centrais e sua ambivalência público-privada. **Nova Economia**, [S. l.], v. 11, n. 1, p. 123-145, 2009. Disponível em: <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/novaeconomia/article/view/385>. Acesso em: 02 ago. 2025.

CUKIERMAN, A. A economia do Banco Central. **Revista Brasileira de Economia**, v. 50, n. 4, p. 389-426, 1996. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rbe/article/view/680>. Acesso em: 20 jul. 2025.

CUKIERMAN, A.; WEBB, S. B; NEYAPTI, B. **Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes**. The World Bank Economic Review, v. 6, n. 3, p. 353-398, 1992. Disponível em: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/797831468739529187/pdf/multi-page.pdf>. Acesso em: 19 jul. 2025.

DAVIS, L. E.; NORTH, D. C. **Institutional change and american economic growth**. Cambridge: Cambridge University Press, 1971.

DORNBUSCH, R.; EDWARDS, S. O populismo macroeconômico na América Latina. Tradução de José Carlos da Silva Busto e Alexandre Schwartzman. *In*: BRESSER-PEREIRA, L. C. **Populismo econômico: ortodoxia, desenvolvimentismo e populismo na América Latina**. São Paulo: Nobel, 1991.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S.; STARTZ, R. **Macroeconomia**. Tradução de João Gama Neto. 11 ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.

FEDERAL RESERVE. **Board of governors of the Federal Reserve System**. disponível em: <https://www.federalreserve.gov/economy-at-a-glance-inflation-pce.htm>. Acesso em: 27 jun. 2025a.

FEDERAL RESERVE. **Board of governors of the Federal Reserve System**. disponível em: <https://www.federalreserve.gov/economy-at-a-glance-policy-rate.htm>. Acesso em: 27 jun. 2025b.

FEDERAL RESERVE. **The Federal Reserve explained**. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fedexplained/who-we-are.htm>. Acesso em: 28 jul. 2025c.

FEDERAL RESERVE. **Economy at a glance - inflation (PCE)**. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/economy-at-a-glance-inflation-pce.htm>. Acesso em: 20 ago. 2025d.

FEDERAL RESERVE. Federal open market committee: about the FOMC. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm>. Acesso em: 15 ago. 2025e.

FEDERAL RESERVE. **FEDS notes**: fiscal policy and excess inflation during Covid-19: a cross-country view. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/fiscal-policy-and-excess-inflation-during-covid-19-a-cross-country-view-20220715.html>. Acesso em: 20 ago. 2025f.

FEDERAL RESERVE. **Speech**: central bank independence and the conduct of monetary policy. 2024. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kugler20241114a.htm>. Acesso em: 15 ago. 2025.

FIANI, R. **Cooperação e conflito**: instituições e desenvolvimento econômico. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

FIANI, Ronaldo. Teoria dos custos de transação. *In*: KUPFER, David; HASENCLEVER, Lia. **Economia industrial**: fundamentos teóricos e práticos no Brasil. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

FIGUEIRA, S. R. F.; GALACHE, V. O. Análise da competitividade das exportações de soja em grão do Brasil, Estados Unidos e Argentina. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, v. 61, n. 1, 2023. Disponível em: <https://www.revistasober.org/article/doi/10.1590/1806-9479.2021.245403>. Acessado em: 20 jul. 2025.

FILHO, J. S. F. **Políticas monetária, cambial e bancária no Brasil sob a gestão do Conselho da Sumoc, de 1945 a 1955**. Dissertação (Mestrado em Economia) - Programa de Pós Graduação em Economia, Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2005. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/Historia/HistoriaBC/2005-joao_sidney.pdf. Acesso em: 10 out. 2025.

FILHO, T. N. T. S. **Uma definição operacional de estabilidade de preços**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2001. (Trabalhos para Discussão, n. 35). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps35.pdf>. Acesso em: 04 abr. 2025.

FMI. **Banco de dados de perspectivas econômicas mundiais**. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2025/april/download-entire-database>. Acesso em: 28 jul. 2025.

FORAN, C.; RAJU, M. Congresso dos EUA aprova pacote de socorro de US\$ 900 bilhões pela pandemia. **CNN Brasil**, São Paulo, 2020. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/congresso-dos-eua-aprova-pacote-de-us-900-bilhoes-de-socorro-a-covid-19/>. Acesso em: 20 ago. 2025.

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, 2006. Disponível em: <https://revistas.usp.br/ee/article/view/117651>. Acesso em: 15 jun. 2025.

FREITAS, M. C. P. A evolução dos bancos centrais e seus desafios no contexto da globalização financeira. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 30, n. 3, p. 397-417, 2000. Disponível em: <https://revistas.usp.br/ee/article/view/117651>. Acesso em: 10 jul. 2025.

FUENTES, P. Brasil tem 2º maior juro real do mundo após Selic subir a 12,25%; veja ranking. **CNN Brasil**, São Paulo, 11 dez. 2024. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/brasil-tem-2o-maior-juro-real-do-mundo-apos-selic-subir-a-1225-veja-ranking/>. Acesso em: 01 nov. 2025.

FURTADO, C. **O mito do desenvolvimento econômico**. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra, 1974.

GADELHA, S. R. B.; GOES, G. S. **Consolidação fiscal e sustentabilidade da dívida pública**: subsídios para um regime fiscal pós pandemia. IPEA. 2023. Disponível em: <https://repositorio.ipea.gov.br/entities/publication/9fb650c6-bd13-4cf7-a7aa-1280087292bd>. Acesso em: 24 jun. 2025.

GAMEIRO, I. M.; SOARES, C.; SOUSA, J. Política monetária e estabilidade financeira: um debate em aberto. **Boletim Económico**, Lisboa, v. 17, n. 1, p. 7-25, Primavera 2011. Disponível em: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/ab201100_p.pdf. Acesso em: 26 jun. 2025.

GLOBAL-RATES. **Inflation rates in 1975**: historical international inflation rates for the year 1975. Disponível em: <https://www.global-rates.com/en/inflation/historical/1975/>. Acesso em: 02 ago. 2025a.

GLOBAL-RATES. **Inflação do IPC**. Disponível em: <https://www.global-rates.com/pt/inflacao/ipc/>. Acesso em: 02 ago. 2025b.

GOLDFAJN, I. **Discurso do Presidente do Banco Central do Brasil, Ilan Goldfajn, no evento “Os Melhores da Isto É Dinheiro”**. São Paulo: Banco Central do Brasil, 2016. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Os%20Melhores%20da%20Isto%20%C3%89%20Dinheiro%20-%20Publica%C3%A7%C3%A3o.pdf>. Acesso em: 17 out. 2025.

IBGE. **Produto interno bruto – PIB**: análises feitas a partir do PIB. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>. Acesso em: 25 jun. 2025a.

IBGE. **IPCA - índice nacional de preços ao consumidor amplo**. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=resultados>. Acesso em: 25 jun. 2025b.

IBGE. **O que é desemprego**. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/explica/desemprego.php>. Acesso em: 10 out. 2025c.

IBGE. **Pesquisa nacional por amostra de domicílios contínua trimestral**. Disponível em: <https://sidra.ibge.gov.br/tabela/5436>. Acesso em: 12 out. 2025d.

IBGE. **Agregados macroeconômicos**: PIB e formação de capital fixo. Disponível em: https://anuario.ibge.gov.br/images/aeb/2024/s7/2_pdf/s7t5103.pdf. Acesso em: 15 out. 2025e.

IBGE. PNAD Contínua: em 2024, taxa anual de desocupação foi de 6,6% enquanto taxa de subutilização foi de 16,2%. **Agência IBGE Notícias**, Rio de Janeiro, 31 jan. 2025f. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/42530-pnad-continua-em-2024-taxa-anual-de-desocupacao-foi-de-6-6-enquanto-taxa-de-subutilizacao-foi-de-16-2>. Acesso em: 13 out. 2025.

IPEA. **Índice nacional de preços ao consumidor amplo (IPCA)**: taxa de variação. Disponível em: <https://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?module=m&serid=1410807112&oper=view>. Acesso em: 18 jul. 2025a.

IPEA. **Macroeconômico**: séries mais usadas/salário mínimo vigente. Disponível em: <https://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=1739471028>. Acesso em: 15 out. 2025b.

IPEA. **Macroeconômico**: séries históricas/contas nacionais/PIB *per capita*. Disponível em: <https://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em: 15 out. 2015c.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. **Journal of Political Economy**, v. 85, n. 3, p. 473-492, 1977. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1830193>. Acesso em: 25 jun. 2025.

MACHADO, A. Lula critica decisão do Copom em manter a Selic em 10,5%: “foi uma pena”. **Reuters/CNN Brasil**, 20 jun. 2024. Disponível em: https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/lula-critica-decisao-do-copom-em-manter-a-selic-em-105-foi-uma-pena/#goog_rewarded. Acesso em: 17 out. 2025.

MANKIWI, N. G. **Introdução à economia**. 6. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2013.

MAZUI, G. Lula diz que juro básico em 10,5% é ‘irreal’ e que cenário ‘vai melhorar’ quando indicar substituto no BC. **G1**, Brasília, 28 jun. 2024a. Disponível em: <https://g1.globo.com/politica/noticia/2024/06/28/lula-diz-que-juro-basico-em-105percent-e-irreal-e-que-cenario-vai-melhorar-quando-indicar-substituto-no-bc.ghtml>. Acesso em: 17 out. 2025.

MAZUI, G. Lula promete a Galípolo “verdadeira autonomia” e diz que ‘jamais haverá’ interferência no BC. **G1**, Brasília, 20 dez. 2024b. Disponível em: <https://g1.globo.com/politica/noticia/2024/12/20/ao-lado-de-galipolo-e-ministros-lula-defende-estabilidade-economica-e-combate-a-inflacao.ghtml>. Acesso em: 10 out. 2025.

MENDONÇA, H. F. Transparência, condução da política monetária e metas para inflação. **Nova Economia**, [S. l.], v. 16, n. 1, 2009. Disponível em: <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/novaeconomia/article/view/466>. Acesso em: 17 out. 2025.

MENDONÇA, H. F. A teoria da independência do Banco Central: uma interpretação crítica. **Estudos Econômicos**, v. 30, n. 1, p. 101-127, 2000. Disponível em: <https://revistas.usp.br/ee/article/view/117611>. Acesso em: 10 jun. 2025.

MICHEL, M. H. **Metodologia e pesquisa científica em ciências sociais**: um guia prático para acompanhamento da disciplina e elaboração de trabalhos monográficos. São Paulo: Atlas, 2009.

MOLLO, M. L. R. Ortodoxia e heterodoxia monetária: a questão da neutralidade da moeda. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 24, p. 323-345, 2019. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rep/a/PBFxTLBCn4XQXp4FGmnpCrh/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 20 jul. 2025.

NAKAMURA, J. Autonomia coloca BC à frente de ideologias, diz Campos Neto. **CNN Brasil**, São Paulo, 20 dez. 2024a. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/autonomia-coloca-bc-a-frente-de-ideologias-diz-campos-neto/>. Acesso em: 17. out. 2025.

NAKAMURA, J. Galípolo diz priorizar execução, não discussão sobre meta de inflação. **CNN Brasil**, São Paulo, 28 nov. 2024b. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/galipolo-diz-priorizar-execucao-nao-discussao-sobre-meta-de-inflacao/>. Acesso em: 10 out. 2025.

NEVES, A. L.; OREIRO, J. L. O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 29, n.1, p. 101-132, jun. 2008. Disponível em: <https://files.core.ac.uk/download/pdf/235711204.pdf>. Acesso em. 20 mai. 2025.

NEVES, F. Os países mais ricos e mais pobres do mundo; segundo FMI. **CBN Floripa**, Florianópolis, 07 mar. 2025. Disponível em: <https://cbntotal.com.br/cotidiano/os-paises-mais-ricos-e-mais-pobres-do-mundo/>. Acesso em: 05 jun. 2025.

NORTH, D. C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. Tradução de Alexandre Morales. São Paulo: Três Estrelas, 2018.

NORTH, D. C. **Custos de transação, instituições e desempenho econômico**. 3. ed. Instituto Liberal: Rio de Janeiro, 2006.

NORTH, D. C. El desempeño económico a lo largo del tiempo. **El Trimestre Económico**, Cidade do México, v. 61, n. 244(4), p. 567-583, out./dez. 1994. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/20856741>. Acesso em: 18 jun. 2025.

NORTH, D. C. The new institutional economics and development. **Economic History**, 1993. Disponível em: <https://econwpa.ub.uni-muenchen.de/econwp/eh/papers/9309/9309002.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2025.

OLIVEIRA, K. Queda da Selic contribuirá para o crescimento da economia, diz Goldfajn. **Agência Brasil**, Brasília, 04 abr. 2017. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2017-04/queda-da-selic-contribuira-para-o-crescimento-da-economia-diz-goldfajn>. Acesso em: 17 out. 2025.

PATINKIN, D. **Neutrality of money**. The New Palgrave: A Dictionary of Economics. London and Basingstoke: The Macmillan Press Limited, 1989.

PLENÁRIO do Senado aprova indicação de Campos Neto para Banco Central: ele assume presidência em substituição a Ilan Goldfajn. **Agência Brasil**, Brasília, 26 fev. 2019. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2019-02/senado-aprova-indicacao-de-campos-neto-para-banco-central>. Acesso em: 18 out. 2025.

RICARDO, D. **Princípios de economia política e tributação**. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996.

RIGOLON, F. J. Z. Independência do banco central: teoria e aplicações para o Brasil. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 28, n. 2, p. 399-432, ago. 1998. Disponível em: <https://ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/view/711/651>. Acesso em: 23 abr. 2025.

RIZÉRIO, L. Quando e por que Tombini mudou de ideia sobre a Selic? **Infomoney**, São Paulo, 22 jan. 2016. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/politica/quando-e-por-que-tombini-mudou-de-ideia-sobre-a-selic/>. Acesso em 17. out. 2025.

ROGOFF, K. The optimal degree of commitment to an intermediate target. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 100, n. 4, p. 1169-1189, nov. 1985. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1885679>. Acesso em: 10 abr. 2025.

ROUSSEFF, D. **Discurso da presidenta da República, Dilma Rousseff, durante cerimônia de lançamento do Plano Agrícola e Pecuário 2015/2016**. 2015. Disponível em: <http://www.biblioteca.presidencia.gov.br/presidencia/ex-presidentes/dilma-rousseff/discursos/discursos-da-presidenta/discurso-da-presidenta-da-republica-dilma-rousseff-durante-cermonia-de-lancamento-do-plano-agricola-e-pecuario-2015-2016-brasilia-df>. Acesso em: 10 out. 2025.

SACHS, J. D. Conflito social e políticas populistas na América Latina. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 10, n. 1, p. 3-28, 1990. Disponível em: <https://bjpe.org.br/journal/article/view/1522/1508>. Acesso em: 21 jul. 2025.

SHELLER, K. H. **O Banco Central Europeu: história, papel e funções**. Tradução: Banco de Portugal. Frankfurt am Main: Banco Central Europeu, 2006. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006pt.pdf>. Acesso em: 20 jul. 2025.

SCHMIDTKE, C. R.; FONSECA, P. C. D. Estado Novo de Vargas: um caso de populismo econômico? **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 45, n. 2, p. 262-88, 2025. Disponível em: <https://bjpe.org.br/journal/article/view/2504>. Acesso em: 1 jul. 2025.

SCHMIDTKE, C. R.; SALOMÃO, I. C. Artur de Souza Costa – política econômica em tempos de crise e guerra. *In*: SALOMÃO, I. C. **Os homens do cofre**: o que pensavam os ministros da Fazenda do Brasil Republicano. São Paulo: Editora Unesp, 2021.

SILVA, L. I. L. Luiz Inácio Lula da Silva: entrevista [jan. 2023]. Entrevistadora: Natuza Nery. Brasília: **Globo News**, 2023. Entrevista concedida ao Jornal Globo News – Edição das 18h. Disponível em: <https://globoplay.globo.com/v/11292128/>. Acesso em: 20 mar. 2025.

SMITH, A. **A riqueza das nações**: investigação sobre sua natureza e suas causas. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996.

STRANO, S. Trump ameaça independência do Fed ao atacar Jerome Powell. **CNN Brasil**, São Paulo, 2025. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/trump-ameaca-independencia-do-fed-ao-atacar-jerome-powell/>. Acesso em: 20 abr. 2025.

TCU. **Orçamento público**. Disponível em: https://sites.tcu.gov.br/recursos/contas-do-governo-2017/5_Orcamento%20Publico_2017_WEB.PDF. Acesso em: 05 out. 2025.

TESOURO NACIONAL. **Resultado do Tesouro Nacional**. Disponível em: https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/boletim-resultado-do-tesouro-nacional-rtn/2024/12?ano_selecionado=2024. Acesso em: 10 out. 2025.

THE PEOPLE'S BANK OF CHINA. **A brief history of the People's Bank of China**. Disponível em: <http://www.pbc.gov.cn/en/3688066/3688089/index.html>. Acesso em: 04 ago. 2025.

THE RESERVE BANK OF INDIA. **History of the Reserve Bank of India**. Disponível em: <https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/content/PDFs/89636.pdf>. Acesso em: 04 ago. 2025.

TMF GROUP. **Relatório GBCI 2025**. Disponível em: <https://www.tmf-group.com/pt-br/noticias-insights/publicacoes/indice-global-complexidade-corporativa/>. Acesso em 19 out. 2025.

TOMBINI, A. **Discurso do Ministro Alexandre Tombini, Presidente do Banco Central do Brasil, no encerramento do evento de premiação da 42ª edição do Anuário Melhores e Maiores da Revista Exame**. São Paulo: Banco Central do Brasil, 2015. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Discurso_Tombini_Maiores_e_Melhores_Exame_01-07-2015.pdf. Acesso em: 10 out. 2025.

VASCONCELLOS, M. A. S.; GARCIA, M. E. **Fundamentos de economia**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

VEJA os principais pontos da PEC que prevê ampliação de benefícios sociais a 3 meses das eleições. **G1**, Brasília, 07 jul. 2022. Disponível em: <https://g1.globo.com/politica/noticia/2022/07/07/veja-os-principais-pontos-da-pec-aprovada-pelo-senado-que-preve-estado-de-emergencia-e-pacote-social-de-r-412-bi.ghtml>. Acesso em: 25 out. 2015.

VIEIRA, T. Quase metade dos brasileiros recebe benefícios do governo. **Revista Oeste**, São Paulo, 23 jul. 2024. Disponível em: <https://revistaoste.com/economia/quase-metade-dos-brasileiros-recebe-beneficios-do-governo/>. Acesso em: 20 out. 2025.

VILELA, P. R. Bolsonaro sanciona projeto que dá autonomia ao Banco Central: medida prevê mandatos para dirigentes do órgão. **Agência Brasil**, 24 fev. 2021. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/politica/noticia/2021-02/bolsonaro-sanciona-lei-que-da-autonomia-ao-banco-central>. Acesso em: 17 out. 2025

WILLIAMSON, O. E. **As instituições econômicas do capitalismo**: firmas, mercados, relações contratuais. São Paulo: Pezco Editora, 2012.

WILLIAMSON, O. E. The new institutional economics: taking stock, looking ahead. **Journal of Economic Literature**, v. 38, n. 3, p. 595-613, 2000. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2565421>. Acesso em: 20 jun. 2025.

WOLFFENBÜTTEL, A. O que é? - Formação Bruta de Capital Fixo. **Desafios do Desenvolvimento**, v. 1, n. 3, 01 out. 2024. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=2045:catid=28&Itemid=23. Acesso em: 10 out. 2025.