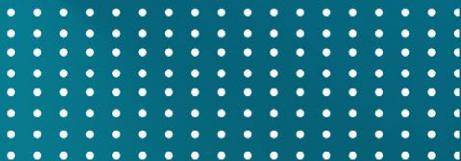


# Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



**Vol. nº 178-179**, ago. 2019/jul. 2020

# RDM 178/179

## Doutrina e Atualidades:

- 1 - "Respostas estruturais para os grandes ilícitos empresariais" (autor: Calixto Salomão Filho)
- 2 - "Governança Corporativa e Diversidade Racial no Brasil" (autor: Carlos Portugal Gouvêa)
- 3 - "A Crise e o Quadro Normativo da Gestão Monetária" (autores: Luís Fernando Massoneto e Gustavo Jorge Silva)
- 4 - "A tecnologia de registros distribuídos e o Real Digital como ferramentas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro?" (autor: Rafael Viana de Figueiredo Costa)
- 5 - "Inovação bancária e as fragilidades ao processo de colaboração compulsória imposta às instituições financeiras na detecção dos indícios de lavagem de dinheiro" (autor: Alessandro Fernandes)
- 6 - "A tutela da liquidez no mercado secundário de ações no Brasil" (autor: Yasmin Fernandes Reis)
- 7 - "O exato cumprimento do contrato enquanto requisito para a procedência da ação renovatória na jurisprudência recente do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo" (autor: Luis Felipe Pinto)
- 8 - "A Relativização Da Autonomia Da Vontade No Âmbito Do Contrato De Factoring: Uma Análise Acerca Do Julgamento Proferido Pelo Superior Tribunal De Justiça No Recurso Especial N° 1.711.412-MG" (autores: Paulo Márcio da Cruz e Pedro Henrique Piazza Noldin)
- 9 - "A Substituição do Índice de Correção Monetária nos Contratos Empresariais" (autores: Ana Chen e Bruno Almeida Ruggiero)
- 10 - ""Validade e eficácia da cláusula denominada pró-sandbagging nos contratos de compra e venda de participação societária sujeitos ao direito brasileiro" (autor: Maira de Melo Vieira Temple)
- 11 - ""Plataforma de Dois Lados e Regra da Razão: o Caso Ohio vs. American Express" (autor: Guilherme dos Santos)

ISBN 978-65-6006-025-8



9 786560 060258 >

**ID GLOBAL**  
Instituto de Direito Global

 **rdm**  
revista de direito mercantil

 **EXPERT**  
EDITORIA DIGITAL

# **Revista de Direito Mercantil**

industrial, econômico e financeiro

**REVISTA DE  
DIREITO  
MERCANTIL  
industrial, econômico  
e financeiro**

**178/179**

Publicação do  
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado  
e Biblioteca Tullio Ascarelli  
do Departamento de Direito Comercial  
da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Ano LVIII (Nova Série)

Agosto 2019/Julho 2020

**REVISTA DE DIREITO MERCANTIL**  
**Industrial, econômico e financeiro**  
**Nova Série – Ano LVIII – ns. 178/179 – ago. 2019/jul. 2020**  
**FUNDADORES**

1 a FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: PROFS. PHILOMENO J. DA COSTA e FÁBIO KONDER COMPARATO

**CONSELHO EDITORIAL**

ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, ANA DE OLIVEIRA FRAZÃO, CARLOS KLEIN ZANINI,  
GUSTAVO JOSÉ MENDES TEPEDINO, JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU,  
JOSÉ AUGUSTO ENGRÁCIA ANTUNES, JUDITH MARTINS-  
COSTA, LUÍS MIGUEL PESTANA DE VASCONCELOS,  
PAULO DE TARSO DOMINGUES, RICARDO OLIVEIRA GARCÍA,  
RUI PEREIRA DIAS, SÉRGIO CAMPINHO.

**COMITÊ DE REDAÇÃO**

CALIXTO SALOMÃO FILHO, LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS  
LEÂES, MAURO RODRIGUES PENTEADO,  
NEWTON DE LUCCA, PAULA ANDRÉA FORGIONI, RACHEL SZTAJN, ANTONIO MARTÍN,  
EDUARDO SECCHI MUNHOZ, ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA,  
FRANCISCO SATIRO DE SOUZA JUNIOR, HAROLDO MALHEIROS DUCLERC  
VERÇOSA, JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, MARCOS PAULO DE ALMEIDA  
SALLES, PAULO FERNANDO CAMPOS SALLES DE TOLEDO, PAULO FRONTINI,  
PRISCILA MARIA PEREIRA CORRÊA DA FONSECA, JULIANA KRUEGER PELA,  
JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA, BALMES VEGA  
GARCIA, RODRIGO OCTÁVIO BROGLIA MENDES,  
CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÉA, ROBERTO  
AUGUSTO CASTELLANOS PFEIFFER,  
SHEILA CHRISTINA NEDER CEREZETTI, VINÍCIUS MARQUES DE CARVALHO,  
MANOEL DE QUEIROZ PEREIRA CALÇAS, MARCELO VIEIRA VON ADAMEK.

## **COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO**

MICHELLE BARUHM DIEGUES E MATHEUS CHEBLI DE ABREU.

## **ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE**

BEATRIZ LEAL DE ARAÚJO BARBOSA DA SILVA, ISABELLA PETROF  
MIGUEL, MATEUS RODRIGUES BATISTA, PEDRO FUGITA DE OLIVEIRA,  
VICTORIA ROCHA PEREIRA, VIRGILIO MAFFINI GOMES,

## **REVISTA DE DIREITO MERCANTIL**

Publicação trimestral da

Editora Expert LTDA

Rua Carlos Pinto Coelho,

CEP 30664790

Minas Gerais, BH – Brasil

Diretores: Luciana de Castro Bastos

Daniel Carvalho

**Direção editorial:** Luciana de Castro Bastos  
**Diagramação e Capa:** Daniel Carvalho e Igor Carvalho  
**Revisão:** Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>  
"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

**AUTORES:** Alessandro Fernandes, Ana Chen, Bruno Almeida Ruggiero, Calixto Salomão Filho, Carlos Portugal Gouvêa, Guilherme dos Santos, Gustavo Jorge Silva, Luis Felipe Pinto, Luís Fernando Massonetto, Maíra de Melo Vieira Temple, Paulo Márcio da Cruz, Pedro Henrique Piazza Noldin, Rafael Viana de Figueiredo Costa, Yasmin Fernandes Reis

**ISBN:** 978-65-6006-025-8

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte,

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

**Pedidos dessa obra:**

[experteditora.com.br](http://experteditora.com.br)  
[contato@editoraexpert.com.br](mailto:contato@editoraexpert.com.br)



**EXPERT**  
EDITORIA DIGITAL

## **AUTORES**

### **Calixto Salomão Filho**

Professor Titular de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP) e Professor de Direito e Desenvolvimento no Institut des Sciences Politiques (Sciences Po) de Paris.

### **Rafael Viana de Figueiredo Costa**

Mestre em Direito da Regulação pela FGV Direito Rio (2023). Pós-graduado em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais pelo Insper-SP (2019). Graduado em Direito pela FGV-Direito Rio (2016). Advogado no escritório Velloza Advogados Associados, com atuação voltada para o mercado de capitais, com ênfase em fundos de investimento e administração de recursos de terceiros em geral.

### **Alessandro Fernandes**

Assessor na Unidade de Segurança Institucional do Banco do Brasil. Doutorando em Direito pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos. Mestre em Gestão e Negócios pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos.

### **Yasmin Fernandes Reis**

Bacharel em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Mestranda em Direito dos Negócios e Desenvolvimento Econômico e Social da Fundação Getúlio Vargas. Analista de negócios em São Paulo.

### **Luis Felipe Pinto**

Advogado regularmente inscrito na OAB/SP, sob nº 435.812, pós-graduado em Direito Empresarial e Societário, e investidor do mercado financeiro desde 2019.

**Luís Fernando Massonetto**

Doutor em direito pela Universidade de São Paulo. Professor doutor no Departamento de Direito Econômico, Financeiro e Tributário da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. É coordenador de pesquisa sobre Regulação Indutora no Programa de Pós-Graduação em Cidades Inteligentes e Sustentáveis da Uninove. Coordenador do Grupo de Pesquisa Direito Econômico e Produção do Espaço: território, lugar, escalas e redes (CNPQ).

**Gustavo Jorge Silva**

Doutor e Mestre em Direito Econômico e Financeiro pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Bacharel em Direito pela mesma instituição, com período de estudos na Universidade de Lucerna (Suíça). Pós Graduado em Administração Pública no Século XXI pela Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Atua como advogado especializado em Direito Bancário e Meios de Pagamento.

**Carlos Portugal Gouvêa**

Livre-Docente em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP (2022). Professor Associado de Direito Comercial da Universidade de São Paulo (USP) e sócio fundador do PGLaw. Doutor em Direito pela Universidade de Harvard (S.J.D., 2008). Bacharel pela Universidade de São Paulo (USP). Lecionou como professor visitante na Harvard Law School e foi pesquisador visitante na Yale Law School e na Wharton Business School da University of Pennsylvania. É credenciado pela Ordem dos Advogados do Brasil e pela New York State Bar Association. É membro vice-presidente da Comissão de Mercado de Capitais e Governança Corporativa da OAB-SP e membro do conselho da Comissão Fulbright do Brasil. Foi membro do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

**Paulo Márcio da Cruz**

Graduado em Direito pela Universidade do Vale do Itajaí (1984), Mestre em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina (1995) e Doutor em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina (1999). Realizou estágio de pós-doutorado nas universidades de Perugia e Alicante e estágio sênior na Universidade de Alicante. É professor titular da Universidade do Vale do Itajaí, coordenador e pesquisador do Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Ciência Jurídica nos cursos de mestrado e doutorado - da Universidade do Vale do Itajaí, professor convidado da Universidade de Alicante e da Universidade de Perugia. Professor visitante do Instituto Universitario del Agua y de las Ciencias Ambientales da Universidade de Alicante. Atua como docente e pesquisador nos temas Direito Transnacional, Direito e Sustentabilidade, Democracia e Estado e Constitucionalismo Comparado. E-mail: pcruz@univali.br.

**Pedro Henrique Piazza Noldin**

Advogado (OAB/SC 45.273). Doutorando em Ciência Jurídica pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI, em regime de dupla titulação com a Università degli Studi di Perugia/Itália. Mestre em Ciência Jurídica pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI, em regime de dupla titulação com a Widener University - Delaware Law School/EUA, com apoio de Bolsa PROSUP-CAPES. Especialista em Direito Empresarial e dos Negócios pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI. Especialista em Direito Médico pela Verbo Educacional. Graduado em Direito, com Mérito Estudantil, pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI. Assessor Jurídico do Município de Itajaí no ano de 2016. Atuante na área do Direito Empresarial, Médico e Hospitalar. E-mail: pedro@spsadvogados.com.br.

**Ana Chen**

Graduanda em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Analista jurídica da IEST Consultoria e Brusasco & Corinti Sociedade de Advogados. Orientanda do Professor Associado Eduardo Tomasevicius Filho (DCV).

**Bruno Almeida Ruggiero**

Graduando em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Estagiário no escritório Mendonça Sica Advogados Associados. Foi orientando do Professor Associado Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França (DCO).

**Maíra de Melo Vieira Temple**

Doutoranda em Direito Comercial, USP. Pós-graduada em Direito Empresarial, Escola Paulista da Magistratura. Master (I) em Direito dos Negócios, *Université d'Aix-Marseille* (bolsa do *Programme de Bourses d'Excellence Eiffel*, do Ministério das Relações Exteriores da França). Bacharel em Direito, USP. Autora de livro e de artigos publicados no Brasil e no exterior, nas áreas de Direito Societário, Arbitragem, Direito Internacional e Direito das Empresas em Crise. Há 18 (dezoito) anos em resolução de disputas, foi advogada associada de algumas das principais bancas do Brasil e do exterior na área de arbitragem, em São Paulo e Paris, e é assessora de Desembargador integrante da 2a. Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.

**Guilherme dos Santos**

Bacharel em Direito pela Universidade Estadual de Londrina (UEL). Intercambista do 40º Programa de Intercâmbio do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (PinCade, 2020). Advogado associado ao Nishioka & Gaban Advogados.



## SUMÁRIO

Respostas estruturais para os grandes ilícitos empresariais .....	15
<i>Calixto Salomão Filho</i>	
Governança corporativa e diversidade racial no Brasil: um retrato das companhias abertas.....	31
<i>Carlos Portugal Gouvêa</i>	
A crise e o quadro normativo da gestão monetária .....	81
<i>Luis Fernando Massonetto, Gustavo Jorge Silva</i>	
A tecnologia de registros distribuídos e o real digital como ferramentas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro?.....	119
<i>Rafael Viana de Figueiredo Costa</i>	
Inovação bancária e as fragilidades ao processo de colaboração compulsória imposta às instituições financeiras na detecção dos indícios de lavagem de dinheiro .....	167
<i>Alessandro Fernandes</i>	
O tratamento da liquidez no mercado secundário de ações no Brasil .....	195
<i>Yasmin Fernandes Reis</i>	
O exato cumprimento do contrato enquanto requisito para a procedência da ação renovatória na jurisprudência recente do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.....	225
<i>Luis Felipe Pinto</i>	

A relativização da autonomia da vontade no âmbito do contrato de <i>factoring</i> : uma análise acerca do julgamento proferido pelo superior tribunal de justiça no recurso especial nº 1.711.412-MG.....	261
<i>Paulo Márcio da Cruz, Pedro Henrique Piazza Noldin</i>	
A substituição do índice de correção monetária em contratos empresariais: os impactos da pandemia sobre IGP-M/FGV e a resposta tópica do poder judiciário .....	287
<i>Ana Chen, Bruno Almeida Ruggiero</i>	
Validade e eficácia da cláusula denominada pró-sandbagging nos contratos de compra e venda de participação societária sujeitos ao direito brasileiro.....	347
<i>Maíra de Melo Vieira Temple</i>	
Plataforma de dois lados e regra da razão: o Caso Ohio vs. American Express .....	377
<i>guilherme dos Santos</i>	

# A CRISE E O QUADRO NORMATIVO DA GESTÃO MONETÁRIA

## ***CRISIS AND THE REGULATORY FRAMEWORK FOR MONETARY MANAGEMENT***

*Luis Fernando Massonetto*

*Gustavo Jorge Silva*

**RESUMO:** O presente artigo pretende expor a particularidade das medidas tomadas em relação à gestão monetária no Brasil entre setembro de 2008, data que marca o início da fase mais aguda da Crise Financeira Global, e 2011. Ao longo desse período, ocorreu uma substancial fragmentação da gestão do instrumento monetário, formalmente concentrada no Conselho Monetário Nacional e no Banco Central do Brasil. Embora seus mandatos legais não tenham cessado em momento algum, sua atuação foi ladeada pela de outros agentes estatais e privados. Essa fragmentação se deu por conta da insuficiência dos instrumentos típicos de política monetária e cambial aplicados pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil desde 1999. O esforço de pesquisa se justifica porque recentemente, a Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021, estabeleceu o mandato do Banco Central do Brasil, atribuindo-lhe o objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços. Nesse contexto, o presente artigo tem por objetivo analisar se a moldura jurídica da política monetária brasileira permite à autarquia efetivar por conta própria esse objetivo. Conclui-se que o quadro normativo e regulatório da política monetária brasileira – que, em grande medida, segue vigente desde antes da Crise Financeira Global – é insuficiente para garantir que o Banco Central do Brasil dê conta de seu objetivo fundamental autonomamente em uma situação de estresse, sendo recomendada a flexibilização do regime monetário.

**Palavras-chave:** Direito Econômico; Moeda; Política Monetária; Política Cambial; Banco Central do Brasil; Conselho Monetário Nacional; Regime Monetário.

**Abstract:** This paper intends to expose the particularity of the measures taken in relation to the monetary management in Brazil between September 2008, the date that marks the beginning of the most acute phase of the Global Financial Crisis, and August 2011. During this period, there was a substantial fragmentation of the management of the monetary instrument, legally concentrated in the National Monetary Council and the Central Bank of Brazil. Although their legal mandates have never ceased, their performance has been flanked by that of other state and private agents. This fragmentation occurred due to the insufficiency of the typical monetary and foreign exchange policy instruments applied by the National Monetary Council and the Central Bank of Brazil since 1999. The research effort is justified because recently, Complementary Law No. 179, of February 24, 2021, established the mandate of the Central Bank of Brazil, assigning it the fundamental objective of ensuring price stability. In this context, this article aims to analyze whether the legal framework of Brazilian monetary policy allows the authority to carry out this objective on its own. It is concluded that the normative and regulatory framework of Brazilian monetary policy – which, to a large extent, remains in force since before the Global Financial Crisis – is insufficient to guarantee that the Central Bank of Brazil autonomously fulfils its fundamental objective in a situation of stress, and the flexibilization of the monetary regime is recommended.

**Keywords:** Economic Law; Money; Monetary Policy; Foreign Exchange Policy; Central Bank of Brazil; National Monetary Council; Monetary Regime.

## INTRODUÇÃO

No começo de 2021, foi sancionada a Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021. O principal efeito desse diploma legal foi conceder autonomia *de jure* ao Banco Central do Brasil (BCB) ao fixar, para a diretoria da autarquia, mandatos de quatro anos, de vacância alternada e descasados do mandato do Presidente da República. A edição dessa Lei Complementar representou o episódio mais recente de um debate sobre graus de autonomia formal e informal da autoridade monetária no Brasil que remonta ao período anterior à própria existência da autarquia (TAYLOR, 2009).

Outro aspecto muito relevante da Lei Complementar nº 179/2021 foi a definição do mandato do BCB. Nesse sentido, o art. 1º do diploma legal determinou que a instituição teria o objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços. Sem prejuízo desse objetivo fundamental, o parágrafo único do art. 1º estabelece que o BCB também teria por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego<sup>116</sup>.

Em face dessa definição expressa das funções institucionais do BCB, cumpre questionar se o quadro jurídico e regulatório que atualmente governa a política monetária brasileira de fato permite que o BCB seja capaz de, autonomamente, observar seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços. Desde 1999, a atuação do Estado brasileiro em política econômica tem por base quadro normativo e institucional do chamado tripé macroeconômico, composto pelo regime monetário de metas de inflação, regime cambial de câmbio flutuante e regime fiscal de metas de superávit.

Na forma do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, o manejo da política monetária baseada no regime de metas de inflação

---

<sup>116</sup> Conforme apontam Barboza e Furtado (2022, p. 12), a visão da diretoria do BCB sobre esses objetivos tem sido no sentido de entendê-los mais como consequência do atingimento do objetivo fundamental de garantir a estabilidade de preços do que como objetivos que demandariam a adoção de medidas autônomas.

deve se dar da seguinte forma: (i) com três anos de antecedência, o Conselho Monetário Nacional (CMN) fixa o intervalo da meta de inflação para determinado ano; (ii) o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) colhe informações quanto à evolução dos preços e as apresenta na forma do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA); (iii) o Conselho de Política Monetária (COPOM)<sup>117</sup> se reúne periodicamente e determina qual a taxa Selic<sup>118</sup> adequada para que o IPCA anualizado de janeiro a dezembro do determinado ano converja para o intervalo de meta de inflação estabelecido pelo CMN. A competência do CMN na definição do intervalo da meta de inflação foi reiterada no art. 2º da Lei Complementar nº 179/2021.

Dessa forma, o procedimento é apresentado de maneira cartesiana. No entanto, certas particularidades da operacionalização desse regime monetário limitam sua sensibilidade em relação à dinâmica geral da economia. Por conta delas, o exercício da política monetária tende a se fragmentar por diferentes instâncias do Estado brasileiro em momentos de estresse econômico, de modo a permitir a observância às metas do regime monetário. Essa fragmentação restringe o alcance da autonomia da autoridade monetária.

Como exemplo desse fenômeno, faz-se uma análise do período de enfrentamento à CFG, mais especificamente do período entre a apresentação do pedido de proteção sob o Capítulo 11 da Lei de Falências dos EUA apresentado pela Lehman Brothers Holdings Inc.,<sup>119</sup> em 15 de setembro de 2008 e o início da aplicação do conjunto

---

<sup>117</sup> Instituído em 20 de junho de 1996, por meio da Circular BCB nº 2.698, de 20 de junho de 1996, com o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária e de definir a taxa de juros. O COPOM é composto pelos membros da Diretoria Colegiada do BCB.

<sup>118</sup> Taxa de juros básica do mercado brasileiro. Na forma da Resolução BCB nº 61, de 13 de janeiro de 2021, a taxa Selic é a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) para títulos públicos federais.

<sup>119</sup> Na forma do Direito dos EUA, a proteção do Capítulo 11 garante à empresa em crise a possibilidade de seguir atuando em sua atividade econômica enquanto elabora um plano de recuperação de sua capacidade de operação e renegocia suas dívidas com seus credores. Em relação ao Direito brasileiro, essa proteção tem sua natureza jurídica comparável à do instituto da Recuperação Judicial.

de medidas macroeconômicas que convencionou-se chamar de Nova Matriz Econômica, tendo-se como limite temporal o início do ciclo de redução da taxa Selic em 31 de agosto de 2011.

Testemunhou-se no Brasil um conjunto de medidas adotadas de forma *ad hoc* por instituições diversas para conter os efeitos negativos da CFG. A análise revela que o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); o Banco do Brasil S.A. (BB); a Caixa Econômica Federal (CEF); a Secretaria do Tesouro Nacional (STN); o Ministério da Fazenda (sucedido pelo atual Ministério da Economia); o Fundo Garantidor de Créditos (FGC); e mesmo a Presidência da República concorreram nessa direção.

O presente artigo apresenta outras causas estruturais da fragmentação, apontando limitações presentes no quadro normativo e regulatório que orienta a política monetária brasileira. Propõe-se que a fragmentação é um sintoma desses problemas estruturais, que emerge em momentos de crise. Mais do que isso, essas limitações dificultam que, em momentos de estresse econômico, o BCB efetive por conta própria seu objetivo fundamental, definido pela Lei Complementar nº 179/2021, sendo recomendável uma flexibilização do regime monetário, ainda que seja mantida a estrutura de metas de inflação.

Para dar conta do quanto trazido nesta introdução, o texto conta com outras três seções. A primeira descreve o quadro normativo da disciplina monetária no Brasil, submetendo-o a uma análise crítica, de modo a evidenciar suas limitações estruturais. Em seguida, será abordada a fragmentação institucional em si, ocorrida no contexto de combate aos efeitos da CFG, trabalhando as funções que cada uma das instituições mencionadas acima assumiu no período. A seção final traz algumas breves conclusões e indica caminhos para a flexibilização do regime monetário de metas de inflação atualmente adotado no Brasil.

## **1. O REGIME MONETÁRIO BRASILEIRO**

A Lei Complementar nº 179/2021, define que as metas de política monetária serão estabelecidas pelo CMN, competindo privativamente ao BCB conduzir a política monetária necessária para cumprimento das metas. Nesse sentido, o Decreto nº 3.088/1999, estabeleceu o regime de metas de inflação no Brasil. Essa norma confere ao BCB independência de instrumentos para cumprir as metas de inflação, cabendo ao COPOM a definição da taxa Selic mais adequada para encaminhar o IPCA para o intervalo de meta de inflação definido pelo CMN. O art. 4º do referido Decreto estabelece que, caso a meta de inflação não seja alcançada, o presidente do BCB deve tornar públicas as razões de seu descumprimento em carta aberta ao Ministro da Economia, contendo, conforme os incisos: (i) descrição detalhada das causas do descumprimento da meta; (ii) as providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos e; (iii) o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.

Do ponto de vista jurídico, o procedimento se mostra coerente, prevendo inclusive alguma forma de *accountability* em relação às autoridades submetidas à operacionalização do regime monetário. Entretanto, há outros fatores muito relevantes para a formação de preços no Brasil que não podem ser inteiramente contemplados pelas regras desse regime, abrindo espaço para que o BCB encontre dificuldade para cumprir com os objetivos de política monetária, especialmente na ocorrência de crises.

Por um lado, há movimentos de mercado relevantes para a inflação cuja dinâmica depende pouco das decisões tomadas pelo COPOM. Por outro, a informação que orienta as decisões do COPOM não é perfeita. Nesse sentido, cabe tratar do efeito do câmbio sobre a inflação e da própria metodologia aplicada à definição da Selic.

## 1.1. CANAL DA TAXA DE CÂMBIO

BARBOSA-FILHO (2008) aponta a correlação existente entre os movimentos da taxa de câmbio e a inflação mesmo após a adoção do regime cambial de câmbio flutuante em 1999. O BCB reconhece e aponta a importância que o câmbio tem para o controle da inflação, estabelecendo, assim, a conexão entre a política monetária e a política cambial. Um exemplo do cuidado que a autoridade tem com esse tópico é o texto sobre *Repasso Cambial para os Preços* presente no Relatório de Inflação referente a dezembro de 2008 produzido pelo BCB<sup>120</sup>.

No mesmo sentido, MINELLA e SOUZA-SOBRINHO (2011) atestam a influência do câmbio na política monetária quando apontam que os resultados dessa política são produto da influência de diversos canais, sendo os principais o *canal tradicional da taxa de juros* e o *canal da taxa de câmbio*, sendo que o canal da taxa de câmbio:

“[C]apta os efeitos, por meio da condição da paridade descoberta da taxa de juros (UIP), de movimentos na taxa básica de juros sobre a taxa real de câmbio e, assim, no custo marginal das firmas e nos componentes da demanda agregada” (MINELLA; SOUZA-SOBRINHO, 2011, p. 42).

MINELLA e SOUZA-SOBRINHO (2011, p. 83) também mencionam um *canal das expectativas*, mas argumentam que seria difícil “identificar e mensurar especificamente” esse canal. No campo do câmbio, FIGUEIREDO e GOUVEA (2011, p. 160) estimam que, na época de seu estudo, a contribuição do canal do câmbio para a inflação brasileira seria da ordem de 8% a 9% do índice.

Vê-se, portanto, que a taxa de câmbio constitui um elemento fundamental para o adimplemento das obrigações legais que o Estado

<sup>120</sup> O texto ocupa as páginas 145 a 150 do Relatório e encontra-se disponível em <<https://www.BCB.gov.br/htms/relinf/port/2008/12/ri200812c6p.pdf>>. Acesso em 3 de setembro de 2022.

brasileiro assumiu quando da adoção do regime monetário de metas de inflação, na medida em que os movimentos do câmbio podem ser determinantes para o cumprimento ou descumprimento das metas. Nesse sentido, poder-se-ia supor que o governo tivesse uma posição privilegiada, podendo gozar do manejo de instrumentos de política cambial paralelamente aos de política monetária para adequar a inflação à meta.

Porém, “a formação da taxa de câmbio decorre da interação entre os agentes econômicos no âmbito de uma institucionalidade que delimita o mercado de câmbio de cada país” (ROSSI, 2016, p. 93) e a realidade com que o governo se depara é um tanto diversa, em razão de algumas características próprias da formação do câmbio da moeda brasileira que são fruto, em grande medida, de uma disparidade regulatória existente entre o mercado de câmbio à vista (*spot*) e o mercado futuro e de derivativos. Essa situação e seus efeitos já foram objeto de amplas análises na literatura econômica, como os trabalhos de GARCIA e URBAN (2004), VENTURA e GARCIA (2012), PRATES (2015) e ROSSI (2016).

As operações com divisas, ou seja, moedas estrangeiras e títulos denominados nessas moedas feitas no Brasil devem ser formalizadas na forma de *contratos de câmbio*, intermediados por instituições autorizadas pelo BCB a operarem no mercado de câmbio. O contrato de câmbio é o instrumento específico firmado entre o vendedor e o comprador de moeda estrangeira, no qual são estabelecidas as características e as condições sob as quais se realiza a operação de câmbio. COSTA (2009, p. 32-34) explica que:

“através do contrato de câmbio, o domínio da moeda estrangeira é transferido a outrem mediante a entrega ao titular original da moeda estrangeira de certa quantia em moeda nacional. O contrato de câmbio caracteriza-se, pois, como contrato de compra e venda. (...) Em virtude da importância que as operações cambiais representam para a política econômica do Estado, o que impõe o controle e a

fiscalização do fluxo de divisas do e para o País, e tendo-se em consideração o curso legal da moeda nacional, o Estado impõe restrições e determina a configuração dos contratos de câmbio”.

Nesse sentido, é sobre as operações em que há efetiva transação envolvendo divisas que o Estado impõe essas condicionalidades para controle e fiscalização. As operações registradas em contratos de câmbio pressupõem a existência de um fluxo cambial.

Essas determinações relacionadas à forma dos contratos de câmbio não são exigidas em operações em que não existe fluxo de divisas. No mercado futuro e de derivativos é comum que possam haver operações que têm base no câmbio, mas que não exigem esse tipo de fluxo. É o caso, por exemplo, de uma instituição financeira que opera no mercado *spot*, mas pretende proteger-se de um risco cambial realizando uma operação de *hedge*. O produto dessa operação pode ser pago em Reais dentro do Brasil, ainda que seu lastro seja uma operação tipicamente de câmbio.

Da mesma forma, podem ser feitas operações de *swap*, de opções, ou operações meramente especulativas *onshore*, baseadas na variação cambial e liquidadas em Real. Mesmo *offshore*, é possível realizar operações que levem em consideração a flutuação cambial do Real, ainda que o objeto dessas operações sequer seja denominado em Reais.

Essas operações em mercados futuros e de derivativos, por não criarem fluxos de divisas, não estão sujeitas à edição de contratos de câmbio como os descritos anteriormente, mas pressionam a formação da taxa de câmbio na medida em que estabelecem posições compradas e vendidas em câmbio, interferindo na dinâmica da oferta e procura por moeda e divisas. Ademais, para realizar operações em mercados futuros ou derivativos, seja nas Bolsas de Valores ou em mercados de balcão, não há qualquer exigência de autorização por parte do BCB (ROSSI, 2016, p. 101).

Essa assimetria regulatória faz com que, na prática, só sejam feitos contratos de câmbio para as operações *spot*. Qualquer operação futura ou envolvendo derivativos costuma ser feita em duas etapas: uma no mercado futuro, menos regulado; e outra no mercado *spot*, só sendo elaborado um contrato de câmbio caso essa última operação, que exige uma transação envolvendo divisas, seja mesmo indispensável.

A assimetria regulatória faz com que os mercados de câmbio futuros e de derivativos sejam muito mais líquidos que o mercado de câmbio *spot*. Dela decorre uma assimetria de liquidez, por conta da qual a taxa de câmbio se forma primeiro no mercado futuro e é transmitida para o mercado à vista através de uma operação de arbitragem, cujo termômetro é o chamado *cupom cambial*, a “taxa de juros que remunera as aplicações em dólares *onshore*” (ROSSI, 2016, p. 125). Essa arbitragem é realizada especialmente pelos bancos e instituições financeiras (ROSSI, 2016, p. 151).

São precisamente essas as operações utilizadas para se determinar a taxa média de câmbio Real/Dólar divulgada pelo BCB (PTAX). A metodologia para apuração da PTAX é regida pela Resolução BCB nº 45, de 24 de novembro de 2020. Prevê-se que as instituições financeiras credenciadas para realizar operações de compra e venda de moeda estrangeira com o BCB (*dealers*) são as responsáveis por informar à autoridade sobre a taxa em que é negociada a moeda estrangeira para que se possa realizar o cálculo da PTAX. A necessidade que o BCB tem de acessar os agentes do mercado para obter a taxa de câmbio que a própria autarquia divulga demonstra que a formação da taxa de câmbio se dá fora do âmbito das operações que exigem registro no BCB na forma de um contrato de câmbio.

É nesse ponto que se apresentam as maiores dificuldades para a gestão da política cambial por parte do governo e da autoridade monetária, no sentido de manter o câmbio flutuando em um patamar adequado aos objetivos de política monetária do Brasil. Os bancos e instituições financeiras possuem um papel fundamental na determinação da taxa de câmbio, uma vez que eles especificam a moeda de acordo com sua estratégia referente à sua posição de

câmbio – se vendidos ou comprados em moeda estrangeira –, ou seja, o ajuste da taxa de câmbio depende, em grande medida, das decisões que as instituições financeiras com maior capacidade de gerar fluxos financeiros tomam observando suas estratégias privadas em relação aos outros bancos e aos clientes (ROSSI, 2016, p. 99).

A regulação do BCB, portanto, não incide sobre a formação de preços do câmbio no mercado futuro e também não é capaz de influenciar a arbitragem que subordina a taxa de câmbio à vista à dinâmica do mercado futuro. Dessa forma, essa regulação e os contratos de câmbio têm pouca serventia para apoiar a política monetária. Por conta disso, a atuação do BCB no mercado de câmbio acaba tendo uma feição mais reativa, muito mais no sentido de mobilizar reservas cambiais para leilões de câmbio nos mercados interbancários e na realização de leilões de *swaps* cambiais nos mercados futuros e de derivativos de câmbio, na esperança de prevenir movimentos do mercado que comprometam os objetivos de política monetária.

Dessa forma o canal da taxa de câmbio tem papel relevante no controle da inflação e na consecução dos objetivos da política monetária e as decisões dos agentes no mercado de câmbio não necessariamente são permeáveis pela ação do BCB. Dada a forma do mercado brasileiro, aspectos ligados à natureza jurídica e à regulação das operações não necessariamente facilitam a ação das autoridades nesse campo.

## **1.2. DEFINIÇÃO DA SELIC PELO COPOM**

Com a adoção do regime monetário de metas de inflação, a Selic converteu-se no instrumento de política monetária por excelência. Além de denominar os juros dos títulos públicos de curto prazo, a Selic definida pelo COPOM, na política monetária, é a meta para a taxa de juros praticada em operações compromissadas interbancárias de compra e venda de títulos federais com compromisso de revenda assumido pelo comprador conjugado com compromisso de recompra

assumido pelo vendedor para liquidação no dia útil subsequente no Selic (taxa Selic *over*), ou seja, o BCB opera no mercado interbancário de modo que a taxa Selic *over* seja a mais próxima possível da Selic definida pelo COPOM. A atuação da autoridade com mandato para executar a política monetária se dá basicamente através de três instrumentos: depósitos compulsórios; redesccontos; e operações no mercado aberto (*open market*).

Para a adequação da taxa Selic *over*, o BCB executa principalmente operações de *open market*, por meio das quais compra ou vende títulos públicos de modo a contrair ou expandir as reservas dos bancos. É dessa forma que a autoridade coordena a liquidez do mercado interbancário e, consequentemente, suas taxas de juros, a fim de alcançar a meta estabelecida pelo COPOM e considerada adequada para o controle da inflação. Para que essas operações possam ser feitas, basta que haja um mercado de títulos públicos estruturado.

A referência teórica original sobre a coordenação da taxa de inflação a partir do uso de operações de *open market* é o trabalho que TAYLOR (1993) desenvolveu a partir da observação da atuação do Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos (FED), o Banco Central dos EUA. O autor percebeu que a atuação supostamente discricionária do FED na política monetária se adequava a uma regra matemática (TAYLOR, 1993, p. 202).

Da contribuição feita no artigo, derivou uma regra com formalização matemática, mas que se traduz também em um princípio. De acordo com o Princípio de Taylor, o coeficiente correspondente à resposta da taxa de juros a desvios das expectativas de inflação em relação à meta deve ser maior que um (CARVALHO; MINELLA, 2011, p. 213). Quer dizer, para controlar a inflação, o módulo da variação da taxa de juros deve ser maior que o módulo da variação da inflação.

TAYLOR (1993, p. 196) advoga que, ao propor uma regra para a condução dessa política, ela lhe rende credibilidade, que vem acompanhada de benefícios empiricamente significativos. A pretensão do autor é dar efetividade à política monetária fazendo com que ela

pudesse coordenar não as taxas de inflação, mas as expectativas em relação a essas taxas.

Seguindo essa orientação, o regime monetário de metas de inflação no Brasil conta com um mecanismo de levantamento de expectativas como elemento do regime monetário de metas de inflação no Brasil. Tem-se que desde a introdução do regime de metas:

“o Banco Central passou a realizar uma pesquisa de opinião com analistas de bancos (*Boletim Focus*, divulgado toda segunda-feira na sua página eletrônica) para apreender as expectativas dos ‘agentes racionais’, que se constituiu num dos principais parâmetros para as decisões da política monetária” (CINTRA, 2005, p. 44).

A autoridade monetária brasileira aplica uma regra de taxa de juros *à la Taylor* com um componente de suavização (MINELLA; SOUZA-SOBRINHO, 2011, p. 67). Para tanto, o BCB passou a adotar um modelo econométrico para cálculo das previsões resultantes de possíveis medidas a serem praticadas, bem como para tentar antecipar o comportamento de curto prazo dos agentes diante dessas medidas. Esses modelos informariam o COPOM no momento de tomada de decisão em relação à Selic (CAMPEDELLI, 2017, p. 84). Os modelos econôméticos adicionam objetividade às decisões econômicas, mas nem por isso deixam de estar sujeitos a constante escrutínio. Como seu objetivo é formular sobre e tornar manejável uma realidade complexa, evidentemente os modelos sempre têm espaço para tornarem-se mais completos e descreverem melhor aquilo que representam.

Até agosto de 2011, os principais modelos apresentados nas reuniões do COPOM eram os modelos de Vetores Autorregressivos (VAR). Desde então, as simulações de cenários teriam passado a ser realizadas também com base no modelo denominado *Stochastic*

*Analytical Model with a Bayesian Approach* (SAMBA), que consiste em um modelo Dinâmico Estocástico de Equilíbrio Geral (DSGE)<sup>121</sup>.

Sobre os modelos VAR, no relatório de inflação de junho de 2004 (p. 106), o BCB explica que:

“os modelos VAR examinam relações lineares entre cada variável e os valores defasados dela própria e de todas as demais variáveis, impondo como restrições à estrutura da economia somente: a escolha do conjunto relevante de variáveis e do número máximo de defasagens envolvidas nas relações entre elas. Nos modelos VAR, o número de defasagens é normalmente escolhido com base em critérios estatísticos.”

Os modelos VAR são modelos matemáticos construídos a partir de estatísticas nos quais todas as variáveis consideradas são endógenas. Considera-se que todas as variáveis concorrem para definir a tendência futura e são utilizados o máximo possível de dados do passado para estruturar as previsões quanto ao futuro. A inflação passada se torna, segundo esses modelos, o maior indício da tendência da inflação futura.

Um modelo assim construído tende a apontar tendências estáveis e estacionárias. Mesmo as variáveis não estacionárias destes modelos teriam que ser previstas ou artificialmente adicionadas. Entretanto, esse tipo de variação muitas vezes deriva de uma crise ou outro tipo de desequilíbrio pouco previsível, que pode originar-se a partir de diversos canais da economia.

MINELLA e SOUZA-SOBRINHO (2011) elencam as deficiências que entendem haver nos modelos VAR, empregados pelas autoridades monetárias brasileiras:

“Modelos estatísticos como os VARs têm duas limitações importantes para quantificar os canais

---

121 Relatório de Inflação do BCB de setembro de 2015 (p. 95).

de transmissão monetária. Primeiro, eles descrevem somente os efeitos agregados das inovações de política monetária. Em geral, esses métodos não são capazes de desvendar os vários canais pelos quais a política monetária afeta as decisões dos agentes econômicos. Segundo, eles não fornecem uma história econômica coerente para a magnitude, forma e *timing* das funções de resposta a impulso” (p. 53).

Diante disso, o BCB buscou construir um modelo que fosse matematicamente mais robusto e que superasse as limitações dos modelos VAR. Dessa forma, o SAMBA foi desenvolvido para esses fins.

No entanto, mesmo a adoção de um modelo DSGE por parte do BCB de fato não solucionou todos os problemas dos modelos anteriores, dado que esse tipo de modelo também padece de limitações estruturais. Isso se dá porque os modelos DSGE não são um aperfeiçoamento dos modelos VAR. Na realidade, eles partem de pressupostos diferentes. Assim, ainda que sejam mais sofisticados do ponto de vista formal matemático, os modelos DSGE apresentam vulnerabilidades em outros sentidos.

O ponto mais notável que diferencia os modelos é que, ao contrário dos modelos VAR, nos modelos DSGE não há dependência da inflação passada nem inércia na inflação. Nesses modelos “são as expectativas sobre o futuro que afetam o nível de atividade hoje” (LARA-RESENDE, 2017, p. 63). Sobre os modelos DSGE, HENDRY e MIZON (2014) argumentam que “implicitamente, essa formulação presume que alguma forma de estacionariedade provém do simples ato de desvincular as variáveis de suas tendências anteriores”. No entanto, ainda segundo HENDRY e MIZON (2014):

“Na maioria das economias, as alocações estruturais podem mudar inesperadamente. Isso vicia qualquer presunção de estacionariedade. (...) a base matemática de um modelo DSGE falha quando as alocações mudam (...). Os agentes econômicos são afetados e

percebem tais mudanças. Eles consequentemente mudam seus planos e, talvez, o modo como eles formam suas expectativas. Quando eles fazem isso, eles violam as principais presunções nas quais os modelos DSGE são construídos”.

Diante das alterações no comportamento dos agentes e, consequentemente, das alocações em um caso de desequilíbrio, nem mesmo a utilização de um modelo DSGE por parte do COPOM poderia contornar as insuficiências dos instrumentos de política monetária tradicionalmente aplicados desde a adoção do tripé macroeconômico. Os modelos seguiriam apontando previsões diversas do que seria visto na prática em termos de inflação.

## **2. A FRAGMENTAÇÃO INSTITUCIONAL DA POLÍTICA MONETÁRIA**

A existência do regime de metas de inflação proceduralmente rígido, mas cujo funcionamento se baseia em decisões de política com efeitos limitados em relação a variáveis que podem comprometer sua efetividade e derivadas de um conjunto informacional igualmente restrito leva à incompletude da ação política do BCB em relação a seu objetivo de assegurar a estabilidade de preços, especialmente em momentos de crise. Em 2015, no curso da recessão brasileira, o IPCA chegou a 10,67%, estourando muito o teto de 5,5% definido pelo CMN para aquele ano. Em 2021, diante dos efeitos econômicos das medidas de enfrentamento à pandemia de Covid-19, o índice chegou a 10,06%, superando o teto da meta, fixado em 5,25% pelo CMN. Em que pese a ocorrência de crises nesses períodos, a inobservância às metas do regime monetário mina a credibilidade da autoridade monetária.

Exceção foi o caso da CFG. É certo que em nenhum momento entre os anos de 2008 e 2011 a inflação anual fugiu da meta, mas a atuação da autoridade monetária no enfrentamento aos efeitos da crise teve de ser amplamente assistida. O diferencial daquele período foi que

nele se reconheceu a incompletude da gestão monetária realizada pelo BCB. Diante daquela situação de estresse, foi indispensável a atuação complementar de outros órgãos da Administração para a preservação da estabilidade de preços. Assim se produziu a fragmentação institucional da política monetária no período. O problema que se observa nesse caso é a restrição à autonomia da autoridade, que, à época, já era reconhecida *de facto*, mas que se tornou *de jure* a partir da edição da Lei Complementar nº 179/2021.

Os primeiros efeitos da CFG no Brasil, que marcaram os anos de 2008 e 2009, envolveram a “contração do crédito, queda do preço das commodities e, com a forte saída de capitais estrangeiros, desvalorização do real em relação ao dólar” (CARVALHO, 2018, p. 36). Nos anos de 2010 e 2011, ela trouxe desafios que levaram à adoção de uma nova rodada de medidas, em outra direção, para lidar com o ingresso de liquidez do mercado financeiro decorrente das medidas de afrouxamento quantitativo (QE)<sup>122</sup> adotadas pelos países desenvolvidos.

As medidas de enfrentamento à CFG adotadas no nível da Administração federal encontram-se listadas a seguir, classificadas em dois blocos. A atuação do BCB compõe o primeiro desses blocos. No segundo, está descrita a ação complementar de um conjunto de instituições cuja competência é alheia ao manejo da política monetária, mas que se mostraram aptas a incidir de maneira decisiva nas necessidades da economia real naquele momento de crise, produzindo a fragmentação institucional.

---

122 Conjunto de medidas adotadas pelo Tesouro dos EUA, o *Federal Reserve*, o Banco Central Europeu e Bancos Centrais de outros países desenvolvidos envolvendo emissão de moeda para dotar diretamente de liquidez o sistema financeiro e para a aquisição de títulos sem liquidez anteriormente em posse de agentes privados.

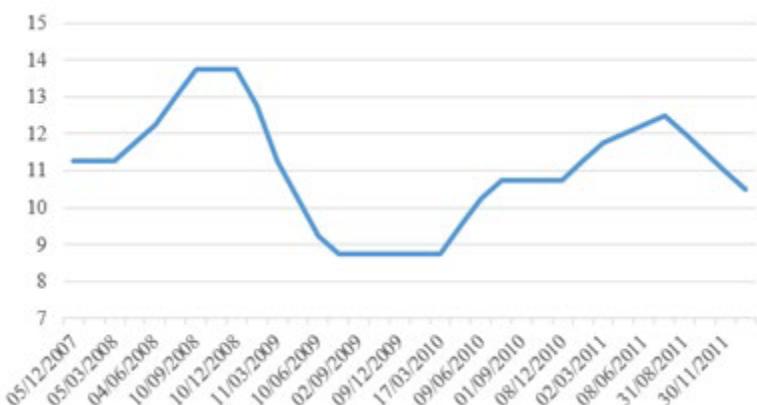
## **2.1. ATUAÇÃO DO BCB**

### **2.1.1. MANEJO DA SELIC E DEPÓSITOS COMPULSÓRIOS**

Empregada como instrumento de política monetária, a Selic teve um comportamento que não fugiu do esperado para um período de enxugamento da liquidez internacional no primeiro momento da crise. A taxa definida pelo COPOM, que vinha experimentando seguidas altas desde a reunião de 16 de abril de 2008, foi estabilizada em 29 de outubro de 2008, na primeira reunião após a apresentação do pedido de proteção pela Lehman Brothers Holdings Inc. nos EUA.

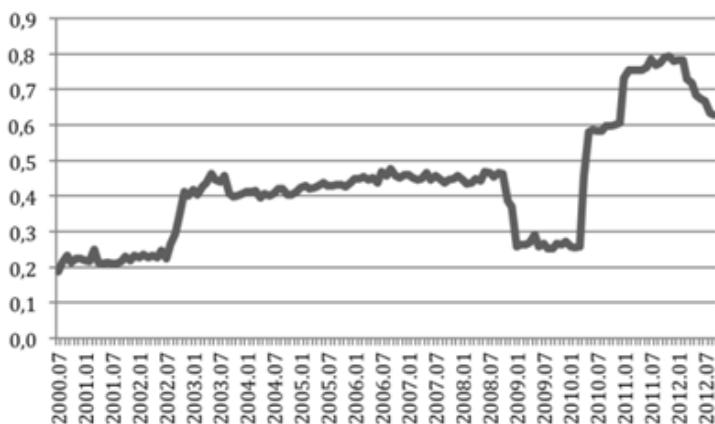
Entre janeiro de 2009 e março de 2010, quando a preocupação das autoridades brasileiras era a dificuldade de acesso ao crédito no mercado internacional, as decisões do COPOM foram todas no sentido de diminuição da taxa Selic ou manutenção dela naquilo que até então era o mínimo histórico desde a adoção do regime monetário de metas de inflação (8,75%). A partir daí, quando a liquidez internacional decorrente do QE nos países desenvolvidos começou a pressionar o Real no sentido de uma valorização excessiva, as decisões passaram a ser pela alta da Selic, em uma tendência que seguiu até agosto de 2011.

Figura 1



A racionalidade que regeu os demais instrumentos de política monetária disponíveis ao BCB foi a mesma. A autarquia procurou suavizar as exigências de depósito compulsório entre setembro de 2008 e o começo de 2010, de modo a preservar a liquidez do sistema bancário brasileiro e garantir sua estabilidade, e adotou orientação contrária no período posterior diante dos efeitos do QE. O Figura a seguir ilustra isso:

Figura 2



Alíquota efetiva<sup>123</sup> de recolhimento compulsório do Brasil - Extraído de PORTUGUÊS (2013, p. 36)

As medidas de recolhimento compulsório, entretanto, não são tratadas com muito entusiasmo. O próprio BCB, no Relatório de Inflação de junho de 2011, declarou que: “Apesar da atratividade que têm exercido junto aos formuladores de política, os recolhimentos compulsórios foram considerados, pela literatura, instrumentos pouco importantes de política monetária” (BCB, 2011, p. 99).

123 Razão entre o volume total de recolhimentos e a soma dos depósitos à vista, prazo e de poupança (PORTUGUÊS, 2013, p. 36).

## **2.1.2. REGULAÇÃO CAMBIAL**

Tendo sido adotado o regime cambial de câmbio flutuante em 1999, a autoridade monetária ficou impossibilitada de definir forçosamente a taxa de câmbio. No lugar dessa definição, destacam-se dois tipos de medidas do BCB nesse campo: (i) leilões de câmbio junto às instituições *dealers* no mercado interbancário de câmbio ou leilões de *swap* cambial no mercado futuro; e (ii) medidas regulatórias.

Os leilões de câmbio foram amplamente utilizados em diversos momentos ao longo do período em que o Brasil esteve mais diretamente exposto aos efeitos da CFG. Cabe destacar que logo em 19 de setembro de 2008, quatro dias após o pedido de proteção pelo Lehman Brothers portanto, o BCB emitiu o Comunicado nº 17.408, anunciando uma intervenção na forma de leilão de compra e venda de moeda estrangeira no volume de US\$ 300 milhões. Outra marca da estratégia de intervenção veio em 23 de outubro de 2008, quando o BCB implementou, por meio dos Comunicados nº 16.569 e nº 17.588, um programa de leilão *swaps* cambiais no valor de até US\$ 50 bilhões. Entre dezembro de 2007 e fevereiro de 2009, as intervenções do BCB tiveram volume de US\$ 93,9 bilhões (BASTOS; FONTES, 2014, p. 51).

No que diz respeito às medidas regulatórias, o BCB inicialmente buscou reduzir a exposição cambial das instituições financeiras e, quando a entrada líquida de capital no Brasil se intensificou depois dos programas de QE, as medidas passaram a ter sentido de imposição de novas exigências regulatórias. Houve ainda a adoção de medidas macroprudenciais direcionadas aos mercados futuro e de derivativos, que serão abordadas no item c. a seguir.

Nesse sentido, ainda em junho e agosto de 2007, quando já era sentida uma crise no mercado dos EUA, o BCB editou as Circulares BCB nº 3.352 e 3.353, ambas de 8 de junho de 2007, reduzindo o limite máximo da posição cambial líquida como proporção do Patrimônio Líquido Ajustado e aumentando o requerimento de Patrimônio Líquido Exigido das operações com ativos e passivos referenciados em variação cambial de instituições financeiras.

Na primeira fase da CFG, observando a escassez de divisas no mercado, a Resolução CMN nº 3.657, de 17 de dezembro de 2008, facultou o recebimento em Reais das receitas de exportação, independentemente da moeda constante do respectivo registro de exportação, substituindo a regra anterior da Resolução CMN nº 3.389, de 4 de agosto de 2006. A Resolução CMN nº 3.691, de 23 de março de 2009, acrescentou a possibilidade de utilização de ativos denominados ou referenciados em Dólares com classificação nas categorias de menor risco conferida por pelo menos uma das três maiores agências internacionais de classificação de risco como garantia nas operações de empréstimo em moeda estrangeira. BASTOS e FONTES (2014, p. 60) destacam também a permissão, definida pela Resolução CMN nº 3.568, de 29 de maio de 2008, para que instituições não autorizadas a operar no mercado de câmbio pudessesem operar no mercado de câmbio manual.

No período em que passou a haver ingresso líquido de capital, a autarquia se voltou à imposição de restrições regulatórias. BASTOS e FONTES (2014, p. 61) destacam a Circular BCB nº 3.474, de 11 de novembro de 2009, que instituiu a exigência de registro, em câmara de compensação, de derivativos vinculados a empréstimos entre residentes (ou domiciliados) no país e residentes (ou domiciliados) no exterior, e a Resolução CMN nº 3.914, de 20 de outubro de 2010, que vetou a realização de operações de aluguel, troca e empréstimo de títulos, valores mobiliários e outros ativos financeiros por investidor não residente. Além disso, a Resolução CMN nº 3.833, de 28 de janeiro de 2010, instituiu a obrigatoriedade de registro das operações de *hedge* realizadas com instituições financeiras do exterior ou em bolsas estrangeiras e a Resolução CMN nº 3.854, de 27 de maio de 2010, instituiu declaração trimestral obrigatória para pessoas físicas e jurídicas que tivessem ativos no exterior que totalizassem valor igual ou superior a US\$ 100 milhões.

### **2.1.3. MEDIDAS MACROPRUDENCIAIS SOBRE OS MERCADOS FUTURO E DE DERIVATIVOS**

Em 2011, no contexto da aprovação dos Acordos de Basileia III, o BCB “buscou adotar medidas de caráter macroprudencial no sentido de reduzir a exposição cambial dos agentes” (BASTOS; FONTES, 2014, p. 61). O BCB passou a adotar medidas regulatórias mais incisivas sobre os ambientes de formação da taxa de câmbio, especificamente sobre o mercado futuro e os contratos derivativos.

No começo de 2011, foi editada a Circular BCB nº 3.520, de 6 de janeiro de 2011, que instituiu recolhimento compulsório e encaixe obrigatório sobre posição vendida de câmbio. Essa determinação incidiu diretamente sobre o principal espaço de formação da taxa de câmbio uma vez que os bancos, que são os principais atores do mercado de câmbio, geram posições de maior monta no mercado futuro e transmitem essas posições para o câmbio à vista. A medida aumentou o custo de captação dos bancos pelas linhas interbancárias e modificou a formação do preço do Dólar futuro, onerando também a especulação no mercado futuro (ROSSI, 2016, p. 153).

A Circular BCB nº 3.520/2011 veio a ser sucedida pela Circular BCB nº 3.548, de 8 de julho de 2011, de teor semelhante e que não a descaracterizou. Apenas com a edição da Circular BCB nº 3.823, de 24 de janeiro de 2017, o recolhimento foi revogado.

## **2.2. ATUAÇÃO COMPLEMENTAR DE OUTRAS INSTITUIÇÕES**

### **2.2.1. BANCOS PÚBLICOS E ENTIDADES PRIVADAS DE INTERESSE PÚBLICO**

Os bancos controlados pelo poder executivo federal tiveram destaque no fornecimento de crédito no período que se seguiu à eclosão da CFG. Segundo ARAUJO e CINTRA (2011, p. 4) “com o aprofundamento da crise financeira global no quarto trimestre de 2008,

os bancos privados retraíram o crédito”, levando os bancos públicos, sujeitos a diretrizes políticas, a atuarem de maneira contracíclica.

Essa ação envolveu o BB, a CEF, e o BNDES. Em última instância, essas instituições são garantidas pelo Tesouro Nacional e essa condição permitiu que, mesmo em um ambiente de restrição, elas mantivessem linhas de crédito no mercado em um nível que BARBOSA-FILHO (2013) chegou a comparar com o QE:

“Mas nos últimos anos a dívida bruta vem crescendo porque o governo utilizou empréstimos em seus bancos para estimular a atividade econômica. Essa foi uma forma de afrouxamento quantitativo no Brasil. Aqui nos EUA, o próprio Federal Reserve comprou títulos privados e expandiu o crédito. No Brasil, isso foi feito pelo Tesouro com os bancos estatais. O Tesouro emitiu títulos, pegou os recursos, colocou-os principalmente em nosso banco nacional de desenvolvimento e o banco nacional de desenvolvimento usou-o para expandir o crédito”  
(p. 10).

Além disso, a Medida Provisória nº 443, de 21 de outubro de 2008, convertida na Lei nº 11.908, de 3 de março de 2009, entre outros efeitos, autorizou o BB e a CEF a constituírem subsidiárias e a adquirirem participação em instituições financeiras sediadas no Brasil. Essa medida contribuiu para que as instituições ampliassem sua participação no mercado e permitiu que o BB incorporasse, em 2008, o Banco do Estado do Piauí e, em 2009, o Banco do Estado de Santa Catarina e o Banco Nossa Caixa, instituições financeiras menores que enfrentavam dificuldades de liquidez.

Esse conjunto de procedimentos impediu que os efeitos de restrição ao crédito causados pela CFG comprometessem ainda mais as condições do mercado financeiro brasileiro e também do conjunto da economia. Como expõe FREITAS (2009, p. 139), “não fosse a ação anticíclica dos bancos públicos, sobretudo BNDES e CEF, a retração da

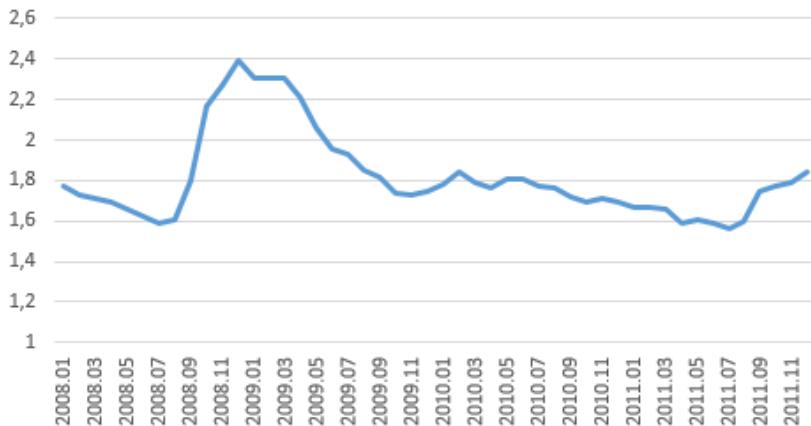
economia brasileira no último trimestre de 2008 teria sido ainda mais dramática”.

Cabe ainda mencionar uma ação que partiu do BCB por meio de sua Resolução CMN nº 3.656, de 17 de dezembro de 2008, que concedeu ao FGC a faculdade de aplicar recursos na aquisição de direitos creditórios de instituições financeiras e de sociedades de arrendamento mercantil; na realização de operações ativas vinculadas, com base em recursos entregues ou colocados, por terceiros, à disposição da instituição financeira contratante; e na aplicação em depósito bancário em letras de arrendamento mercantil ou em letras de câmbio de aceite de instituição associada sujeitas a certas condições constantes da Resolução. Apesar de não envolver apenas os bancos públicos, essa medida teria constituído “uma ação de política pública, de suporte ao fluxo de criação da moeda na economia moderna, notadamente no mercado interbancário” (DURAN; BORGES, 2018, p. 485), emulando o papel de prestamista de última instância do BCB e provendo liquidez ao sistema financeiro.

### **2.2.2. MEDIDAS PROVISÓRIAS**

Na manifestação inicial mais pronunciada da CFG (MESQUITA; TORÓS, 2010, p. 7), o Dólar se valorizou em mais de 20% em relação ao Real no espaço de um mês, passando de R\$ 1,80 para R\$ 2,17 entre setembro e outubro de 2008.

Figura 3



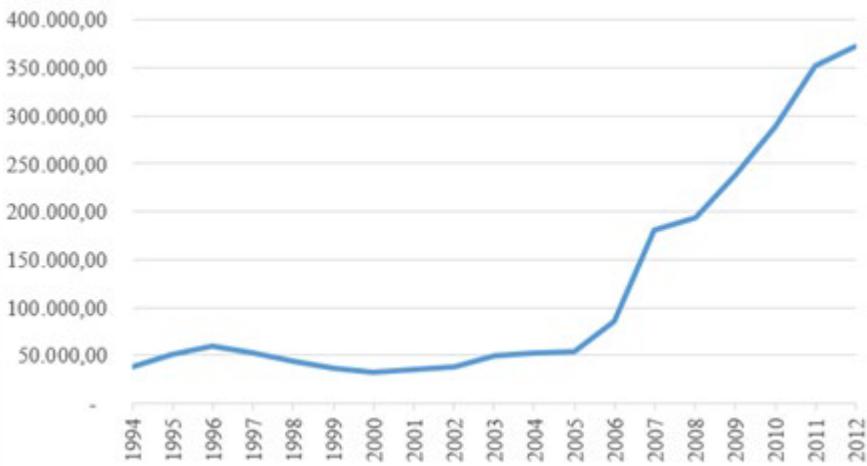
Taxa de câmbio 2008-2011 (BRL/USD) - Fonte: IPEADATA

Diante desse cenário, foi adotada uma série de novas políticas que muito inovava em relação ao que existia anteriormente. O esforço compreendia reformas legislativas que foram feitas na forma de Medidas Provisórias.

Objetivamente, a condição financeira do Estado brasileiro havia mudado na década anterior e o ponto maior dessa mudança havia sido a acumulação de mais de US\$ 200 bilhões em reservas<sup>124</sup>. O País vinha acumulando essas reservas de forma ininterrupta desde 2001, sendo que o ritmo de acumulação se expandiu largamente após a quitação da dívida com o Fundo Monetário Internacional (FMI) em 2005 e com o Clube de Paris no início de 2006. Em janeiro de 2008, o Brasil se tornou credor líquido externo.

124 As reservas internacionais são um ativo contábil do BCB consistente em divisas. O BCB as adquire via expansão do seu passivo, ou seja, via emissão de Reais para aquisição de Dólares dos agentes interessados, ou trocando um ativo por outro, em uma operação na qual negocia títulos de dívida pública para aquisição de divisas. No caso brasileiro, a operação conduzida pelo BCB que envolve a permuta de títulos da dívida pública por divisas consiste em uma substituição de ativos porque o BCB não emite seus próprios títulos, trabalhando com títulos emitidos pela STN.

Figura 4



Reservas internacionais (milhões de USD) 1994-2012 - Fonte: IPEADATA

Essa condição material deu ao Governo a possibilidade de adotar estratégias mais amplas no contexto da crise. De acordo com CHACHAMOVITZ (2017):

“Durante a recente crise financeira de 2008, a posição patrimonial do setor público brasileiro, credor líquido em moeda estrangeira, foi fundamental para evitar que a dívida pública entrasse em uma espiral negativa alimentada pela desvalorização cambial, como em outras conjunturas. Isso permitiu ao governo maior liberdade para realizar políticas anticíclicas com o objetivo de estimular a absorção doméstica e superar a recessão” (p. 347-348).

As reservas já tinham papel na atuação do BCB no mercado de câmbio mesmo antes da crise. As alterações que vieram por meio de Medidas Provisórias foram necessárias em razão da magnitude do processo de constrição das condições financeiras (MESQUITA; TORÓS,

2010, p. 6), que levou o BCB a atuar de maneira pronunciada tanto no mercado de câmbio à vista quanto no mercado futuro e de derivativos.

Uma inovação importante no período foi a Medida Provisória nº 435, de 26 de junho de 2008, que veio a ser convertida na Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008. O art. 2º da Medida Provisória e da Lei criou um mecanismo segundo o qual, a critério do Ministro da Fazenda, a STN poderia emitir títulos de forma direta, sem contrapartida financeira, destinados a assegurar ao BCB a manutenção de carteira de títulos da dívida pública em dimensão adequada à execução da política monetária. Além disso, nos termos do art. 6º, a União compensaria o BCB quando o resultado das operações com reservas cambiais nele depositadas e das operações com derivativos cambiais por ele realizadas no mercado interno, conforme apurado em seu balanço, fosse negativo. Essa compensação poderia ser feita na forma de títulos emitidos pela STN, conforme o art. 5º da Medida Provisória e da Lei. Caso o resultado das operações do BCB com reservas cambiais e derivativos fosse positivo, ampliando seu ativo, a autarquia remeteria, ao Tesouro nacional, moeda por ela emitida, ampliando seu passivo a fim de igualar o ativo.<sup>125</sup>

Com base nisso, o Ministério da Fazenda editou a Portaria nº 241, de 4 de junho de 2009, criando um gatilho de emissão de títulos do Tesouro Nacional destinados ao BCB sempre que o valor da carteira de títulos da dívida pública mobiliária federal interna em seu poder atingisse valor inferior a R\$ 20 bilhões, em quantidade suficiente para, no mínimo, restabelecer o referido valor, observado que, em cada evento, o valor da emissão não poderia ser inferior a R\$ 10 bilhões. Na iminência de uma crise financeira antecedida por um processo intenso de acumulação de reservas, o Governo garantia ao BCB que ele não desequilibraria seu balanço independentemente da quantidade de recursos que a autarquia tivesse que empregar em operações com

---

125 A Lei nº 13.820, de 3 de maio de 2019, alterou um pouco esse mecanismo. Atualmente, ainda que os ativos transferidos entre BCB e STN tenham efeito contábil, eles ficam enquadrados em uma *reserva de resultado*, cujos recursos ficam inertes e que servem para realização de compensações entre as entidades ao final de cada exercício fiscal, para que o ativo e o passivo do BCB sejam idênticos.

títulos de dívida pública ou nas intervenções realizadas com recursos das reservas internacionais. Esse mecanismo permaneceu vigente até a edição da Lei nº 13.043, de 13 de novembro de 2014 (FERREIRA, 2018, p. 194).

A Medida Provisória nº 442, de 6 de outubro de 2008, mais tarde convertida na Lei nº 11.882, de 23 de dezembro de 2008, criou a possibilidade do BCB efetuar empréstimos de reservas para todas as instituições autorizadas a operar no mercado de câmbio. O objetivo era mitigar o impacto da restrição de liquidez em Dólares sobre o comércio exterior brasileiro (MESQUITA; TORÓS, 2010, p. 10). As questões operacionais da norma foram regulamentadas pelas Resoluções CMN nº 3.622, de 9 de outubro de 2008, 3.672, de 17 de dezembro de 2008, e 3.689 de 4 de março de 2009.

Menos relacionada ao uso direto de reservas, mas ainda ligada à garantia de liquidez, a já mencionada Medida Provisória nº 443/2008, convertida na Lei nº 11.908/2009, inovou ao autorizar o BCB a realizar operações de *swap* de moedas com Bancos Centrais de outros países. Como resultado dessa medida, foi anunciada em 29 de outubro de 2008 a criação de uma linha de *swap* de até US\$ 30 bilhões entre o BCB e o *Federal Reserve* (FED), o Banco Central dos EUA.

Na segunda fase da crise, a fim de reforçar as medidas macroprudenciais, foi editada a Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011, mais tarde convertida na Lei nº 12.543, de 8 de dezembro de 2011, permitiu que o Governo regulasse o teor dos contratos derivativos que influenciavam a dinâmica do câmbio futuro e sua formação. Por meio desse instrumento, o CMN pôde, declaradamente para fins da política monetária e cambial, passar a estabelecer condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor, podendo, inclusive determinar depósitos sobre os valores nacionais dos contratos e fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos derivativos.

### **2.2.3. CONTROLE DE CAPITAL VIA IMPOSTO SOBRE OPERAÇÕES DE CRÉDITO, CÂMBIO E SEGUROS**

Uma ocorrência frequente na política cambial dos anos da CFG foi a alteração no Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros (IOF). No contexto inicial de restrição externa e, no momento seguinte, com a ampliação dos fluxos de capital em decorrência do QE, buscou-se utilizar o IOF como instrumento de política cambial.

Há três aspectos do IOF que explicam sua aplicação na política cambial. O primeiro consiste no fato do art. 150, § 1º, da Constituição excluir o tributo do princípio da anterioridade tributária, previsto no art. 150, III, também da Constituição, permitindo que seja cobrado no mesmo exercício financeiro em que tenha sido publicada lei que o instituiu ou aumentou. O segundo é a faculdade que a Constituição, por meio de seu art. 153, § 1º, concedeu ao executivo federal para alterar sua alíquota. O último é seu caráter extrafiscal, voltado à indução de determinados comportamentos.

A combinação dessas três características transformou o IOF no “principal instrumento utilizado no país para tentar controlar os fluxos de capitais estrangeiros” (MUNHOZ, 2013, p. 380). Sua incidência sobre a liquidação de operações de câmbio tem levado os governos a tentar aplicá-lo como um tipo de taxa Tobin (TOBIN, 1978), destinada a desestimular determinados comportamentos dos agentes no mercado de câmbio.

O contexto da CFG não foi exceção, tendo sido a alíquota do tributo em relação a diferentes fatos geradores alterada nove vezes entre setembro de 2008 e agosto de 2011:

Tabela 1

<b>Norma</b>	<b>Data</b>	<b>Efeito</b>	<b>Sentido</b>
Decreto nº 6.613	22/10/2008	Redução de 1,5% para zero na alíquota do IOF das liquidações de operações de câmbio	-
Decreto nº 6.983	19/10/2009	Aplicação de alíquota de IOF de 2% sobre as operações de câmbio com ingresso a partir daquela data	+
Decreto nº 7.011	18/11/2009	Aplicação de alíquota de IOF de 1,5% sobre a emissão de novas ações de companhias brasileiras a serem negociadas em bolsas estrangeiras	+
Decreto nº 7.323	04/10/2010	Aumento da alíquota de IOF sobre as operações de renda fixa de 2% para 4%	+
Decreto nº 7.330	18/10/2010	Aumento da alíquota de IOF sobre as operações de renda fixa de 4% para 6%; Aumento da alíquota de IOF sobre margem de garantia dos investimentos estrangeiros na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo de 0,38% para 6%	+
Decreto nº 7.454	25/03/2011	Aumento da alíquota de IOF sobre as operações de cartão de crédito de compra bens e serviços do exterior de 5% para 6,38%	+
Decreto nº 7.456	28/03/2011	Aplicação de alíquota de IOF de 6% sobre ingresso de recursos no país decorrentes de empréstimo externo, contratado de forma direta ou mediante emissão de títulos no mercado internacional, com prazo até 360 dias	+

Decreto nº 7.457	06/04/2011	Aplicação de alíquota de IOF de 6% sobre ingresso de recursos no país decorrentes de empréstimo externo, contratado de forma direta ou mediante emissão de títulos no mercado internacional, com prazo até 720 dias	+
Decreto nº 7.536	26/06/2011	Aplicação de alíquota de IOF de 1% sobre os contratos de derivativos cujo valor nocional tenha sido ajustado pela taxa de câmbio e que resultem do aumento da exposição líquida vendida	+

Elaboração própria a partir de BASTOS e FONTES (2014, p. 78-81)

O sentido das alterações não fugiu à lógica extrafiscal. A medida relacionada ao IOF tomada no início da CFG significou a diminuição da alíquota do imposto; as demais medidas, tomadas já quando o país passava a sentir os efeitos do QE, foram todas no sentido de majoração da alíquota sobre os fatos geradores.

Entretanto, MUNHOZ (2013, p. 385) observa que a taxação do IOF tem caráter pouco reflexivo sobre os movimentos de capitais, especialmente no mercado de capitais e no mercado futuro. JINJARAK et al. (2012), estudando o caso brasileiro entre 2008 e 2011, também concluem que o controle de capitais realizada por meio do IOF não teve muito impacto econômico.

## CONCLUSÃO

O regime monetário de metas de inflação no Brasil tem base em um quadro jurídico e regulatório que define de maneira satisfatória os procedimentos e responsabilidades dos atores envolvidos nas definições de política monetária. Entretanto, essa moldura jurídica e os instrumentos que ela fornece à autoridade monetária não garantem que as metas de inflação sejam observadas de maneira efetiva em casos de crise.

A formação da taxa de câmbio, que afeta a inflação, se dá, em grande medida, em um espaço sobre o qual as decisões da autoridade monetária têm pouca influência, dado que muitas operações fundamentais para sua determinação não demandam a edição e registro de contratos de câmbio e dependem de estratégias próprias dos principais *players* do mercado de câmbio. Além disso, modelos que ajudariam a calibrar a Selic a fim de captar os efeitos das variações de preços dependem de expectativas que não se realizam quando há desequilíbrios e imprevistos, tornando os modelos pouco eficazes em momentos de crise.

Por conta disso, o quadro normativo legado pela adoção do regime monetário de metas de inflação desde 1999 tem levado as autoridades brasileiras a se depararem com perspectivas bastante negativas em momentos de crise. Por um lado, corre-se risco considerável de enfrentar a inobservância das metas de inflação, afetando sua credibilidade, como ocorreu na recessão brasileira em 2015. Por outro, como no caso da CFG, pode-se apelar à fragmentação institucional, restringindo-se, no entanto, a autonomia da autoridade monetária. É fundamental que essas dificuldades impostas ao exercício da política monetária sejam reconhecidas e enfrentadas.

A crítica em relação ao regime monetário de metas de inflação encontra respaldo na literatura especializada. CAMPEDELLI (2017, p. 87) explica que “a principal crítica que o regime de metas de inflação recebe dos economistas heterodoxos é em relação à caracterização que este dá à inflação. Segundo a teoria por trás do regime, toda a inflação é um fenômeno oriundo de uma demanda demasiadamente aquecida”. O autor chama atenção que o uso de um índice leva à desconsideração da inflação de preços como salários e lucros.

Mesmo entre economistas mais ligados à ortodoxia, o regime monetário de metas de inflação não é imune a opiniões contundentes. FRANKEL (2009, p. 15), ao criticar de maneira geral o regime monetário de metas de inflação, mira os economistas que declaravam que “os bancos centrais devem essencialmente não prestar atenção aos preços dos ativos, à taxa de câmbio ou aos preços de exportação, exceto na

medida em que são os precursores da inflação”, algo semelhante à atuação do BCB na CFG. Muito antes da crise, BERNANKE e MISHKIN (1997) defendiam que uma atuação condizente com um regime de metas de inflação poderia ser adotada por autoridades monetárias, mas melhor seria que essa adoção não se desse por conta da existência de uma norma rígida, permitindo que a autoridade monetária pudesse ter maior flexibilidade em momentos de choque, devendo retomar os expedientes de meta de inflação após a adequação da economia ao desequilíbrio.

A flexibilização do regime de metas de inflação no Brasil pode permitir que as crises não levem ao comprometimento das metas de inflação ou à fragmentação institucional e há alternativas que dispensam uma revisão completa do regime monetário. O que se pode prever é, por exemplo, uma extensão do horizonte temporal para cumprimento das metas para períodos superiores a um ano-calendário, dando maior margem temporal para que o BCB possa ancorar expectativas. Outra opção seria a criação de um procedimento de reconsideração das metas de inflação por parte do CMN diante de eventos extraordinários como crises financeiras e pandemias.

## **REFERÊNCIAS**

ARAUJO, Victor Leonardo F. C. de; CINTRA, Marcos Antônio Macedo. **Banco do Brasil, BNDES e Caixa Econômica Federal:** a atuação dos bancos públicos federais no período 2003-2010. Comunicado IPEA nº 105, 2011.

BARBOSA-FILHO, Nelson. Brazil's Political Challenge: Building Consensus on an Economically Sustainable Strategy. **Wilson Center Brazil Institute Special Report**, Washington D.C., out. 2013.

BARBOSA-FILHO, Nelson. Inflation targeting in Brazil: 1999-2006. **International Review of Applied Economics**, v. 25, n. 2, p. 127-148, 2008.

BARBOZA, Ricardo; FURTADO, Mauricio. **Dez Propostas para a Política Monetária.** Textos para discussão. Rio de Janeiro: FGV IBRE. 2022.

BASTOS, Estêvão Kopschitz Xavier; FONTES, Patrícia Vivas da Silva. **Mercado de câmbio brasileiro, intervenções do Banco Central e controles de capitais de 1999 a 2012.** Texto para discussão IPEA nº 1934, Brasília, fev. 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Focus:** Relatório de Mercado. Brasília, 23 de agosto de 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, Brasília, v. 10, n. 4, dez. 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, Brasília, v. 13, n. 2, jun. 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, Brasília, v. 17, n. 3, set. 2015.

BERNANKE, Ben S.; MISHKIN, Frederic S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? **The Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 11, n. 2, p. 97-116, 1997.

CAMPEDELLI, André Luis. O regime de metas de inflação: uma crítica a partir da visão heterodoxa. In: LACERDA, Antonio Corrêa de (Org.). **Desenvolvimento brasileiro em debate**. São Paulo: Blucher, p. 49-77, 2017.

CARVALHO, Fabia A.; MINELLA, André. Previsões de Mercado no Brasil: desempenho e determinantes. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez Anos de Metas para a Inflação: 1999-2009**. Brasília: Banco Central do Brasil, p. 169-226, 2011.

CARVALHO, Laura Barbosa de. **Valsa brasileira**. São Paulo: Todavia, 2018.

CHACHAMOVITZ, Solange Srour. Reservas internacionais: seguro ou ameaça? In: BACHA, Edmar (org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. 2. ed. Rio de Janeiro: Civilização brasileira, p. 347-356, 2017.

COSTA, Luciana Pereira. **Disciplina jurídica do câmbio e política pública**. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

DURAN, Camila Villard; BORGES, Caio. Enfrentando a crise financeira: como constrangimentos jurídicos causaram a fragmentação institucional do poder monetário brasileiro no pós-2008. **Revista Direito GV**, n. 14, n. 2, p. 450-491, 2018.

FERREIRA, Caio Rioei Yamaguchi. **Dívida pública e gestão da liquidez: uma análise a partir de 1994**. 2018. Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

FIGUEIREDO, Francisco Marcos Rodrigues; GOUVEA, Solange. Repasse Cambial para a Inflação: o papel da rigidez de preços. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez Anos de Metas para a Inflação: 1999-2009**. Brasília: Banco Central do Brasil, p. 127-168, 2011.

FRANKEL, Jeffrey Alexander. What's In and Out in Global Money. **Finance and Development**. Washington D.C., v. 46. n. 3, p. 13-17, p. 13-17, 2009.

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

GARCIA, Márcio Gomes Pinto; URBAN, Fábio. **O Mercado Interbancário de Câmbio no Brasil**. Texto para discussão nº 509. Rio de Janeiro: PUC-Rio. 2004.

HENDRY, David; MIZON, Grayham. **Why DSGEs crash during crises**. Junho de 2014. Disponível em <<https://voxeu.org/article/why-standard-macro-models-fail-crises>>. Acesso em 3 de setembro de 2022.

JINJARAK, Yothin; NOY, Ilan; ZHENG, Huanhuan. **How effective were the 2008-2011 capital controls in Brazil?** 2012. Disponível em <<https://voxeu.org/article/how-effective-were-2008-2011-capital-controls-brazil>>. Acesso em 3 de setembro de 2022

LARA-RESENDE, André. **Juros, moeda e ortodoxia**. São Paulo: Portfolio Penguin, 2017.

MESQUITA, Mário; TORÓS, Mario. **Considerações sobre a atuação do Banco Central na crise de 2008**. Brasília, Texto para Discussão Banco Central do Brasil nº 202. 2010.

MINELLA, André; SOUZA-SOBRINHO, Nelson Ferreira. Canais Monetários no Brasil sob a Ótica de um Modelo Semiestrutural. In:

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dez Anos de Metas para a Inflação: 1999-2009.** Brasília: Banco Central do Brasil, p. 35-93, 2011.

MUNHOZ, Vanessa da Costa Val. Vulnerabilidade externa e controle de capitais no Brasil: uma análise das inter-relações entre câmbio, fluxos de capitais, IOF, juros e risco-país. **Nova economia**, Belo Horizonte, v. 23, n. 2, p. 371-402, 2013.

PORTUGUÊS, Míriam Oliveira Silva. **Recolhimento compulsório como instrumento macroprudencial no Brasil e na Colômbia:** algumas evidências empíricas. 2013. Dissertação (Mestrado em Economia da Indústria e da Tecnologia) Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. 2013.

PRATES, Daniela Magalhães. **O regime de câmbio flutuante no Brasil - 1999 - 2012:** especificidades e dilemas. Brasília: IPEA. 2015.

ROSSI, Pedro. **Taxa de câmbio e política cambial no Brasil:** Teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e especulação. Rio de Janeiro: FGV, 2016.

TAYLOR, John B. Discretion versus Policy Rules in Practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, v. 39, p. 195-214, 1993.

TAYLOR, Matthew. Institutional Development through Policy-Making: A Case Study of the Brazilian Central Bank. **World Politics**, v. 61, n. 3, p. 487-515, 2009.

TOBIN, James. A Proposal for International Monetary Reform. **Eastern Economic Journal**, v. 4, n. 3-4, p. 153-159, 1978.

VENTURA, André; GARCIA, Márcio Gomes Pinto. Mercados Futuro e À Vista de Câmbio no Brasil: O Rabo Abana o Cachorro. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 66, n. 1, p. 21-48, 2012.

