

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

VINÍCIUS FERNANDO MARCOLINO FILHO

O DESENVOLVIMENTO DAS ESTRUTURAS JURÍDICAS BRASILEIRAS DE
CONTROLE DA INFLAÇÃO POR OFERTA MONETÁRIA

CURITIBA

2022

VINÍCIUS FERNANDO MARCOLINO FILHO

O DESENVOLVIMENTO DAS ESTRUTURAS JURÍDICAS BRASILEIRAS DE
CONTROLE DA INFLAÇÃO POR OFERTA MONETÁRIA

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Graduação em Direito, Setor de Ciências Jurídicas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Luís Kanayama

CURITIBA

2022

TERMO DE APROVAÇÃO

VINÍCIUS FERNANDO MARCOLINO FILHO

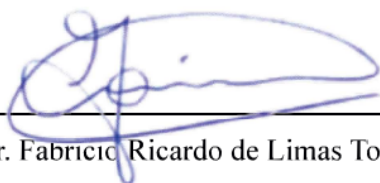
O DESENVOLVIMENTO DAS ESTRUTURAS JURÍDICAS BRASILEIRAS DE CONTROLE DA INFLAÇÃO POR OFERTA MONETÁRIA

Monografia aprovada como requisito parcial para a obtenção de Graduação no Curso de Direito, da Faculdade de Direito, Setor de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:



Prof. Dr. Rodrigo Luís Kanayama

Orientador – Departamento de Direito Público, Universidade Federal do Paraná



Prof. Dr. Fabricio Ricardo de Limas Tomio

Professor Titular de Ciência Política no Departamento de Direito Público,
Universidade Federal do Paraná

BERNARDO STROBEL

GUIMARAES:02852638975

Assinado de forma digital por
BERNARDO STROBEL

GUIMARAES:02852638975

Dados: 2022.10.25 16:09:07 -03'00'

Dr. Bernardo Strobel Guimarães

Mestre e doutor em Direito do Estado pela Universidade de São Paulo

Curitiba, 29 de setembro de 2022.

AGRADECIMENTOS

Em plena madrugada, tendo enfim finalizado a elaboração deste trabalho após horas de dedicação, é possível experienciar o tipo de satisfação que só se atinge depois de muito esforço empregado na realização de um projeto. A mesma satisfação que, embora ainda esteja iminente, já consigo antecipar ao pensar que concluirei em breve minha jornada na Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná.

Estudar atrás das colunas do Prédio Histórico foi meu sonho desde a primeira vez que eu o vi, com espaço para pouca ou nenhuma dúvida, e continuou sendo durante todo o período em que se tornava realidade. Este ambiente me proporcionou imensas alegrias que só a vida universitária pode oferecer - desde o uso com orgulho das insígnias do Direito UFPR até as festas que sempre considerei fenomenais. Pensando em retrospectiva sobre cada pequeno detalhe que me fez feliz, me lembro de como muitos dos meus colegas não sentem o mesmo, e talvez este seja um dos maiores privilégios ao longo desta graduação: ser grato ao próprio Direito UFPR e amá-lo de coração.

Os momentos bons foram intercalados com outros ruins, estes possivelmente tão intensos quanto aqueles. De todo modo, ao menos tenho tranquilidade em afirmar que houve muito aprendizado, daquele que não é ensinado em nenhuma aula. Sou crente de que a faculdade contribui para o desenvolvimento pessoal tanto quanto pretende preparar profissionalmente. Saio com a certeza de ser um homem mais maduro e preparado para a (intimidante) vida em sociedade.

Sequer me dou ao trabalho de projetar como seria essa jornada sem o imensurável e irrestrito apoio e amor da minha família. Meu pai, minha mãe, minha avó e meu padrasto, cada um à sua maneira especial, foram os suportes sem os quais nada disso seria possível, tendo muitas vezes se dedicado além do que seria possível exigir. Essa conquista, como todas as outras que reuni na vida, é de vocês, assim como a minha maior gratidão.

Agradeço ao Partido Democrático Universitário, que guardo com estima especial. Não consigo distinguir minha graduação do meu envolvimento com ele. Resultado talvez de uma aspiração cristalizada, fui encantado desde o início pelos valores que estimo e desejo continuar defendendo em qualquer espaço. Por meio dele, pude compor o Conselho Administrativo do histórico Centro Acadêmico Hugo Simas. E ainda mais, tive a honra de

presidir o partido. Ambas as oportunidades me garantiram desafios únicos, bem como recompensas do mesmo modo únicas.

Através do PDU, conheci as pessoas que abriram as portas para que eu pudesse encontrar o meu propósito, que passou a pautar meu foco e meus objetivos de carreira. A todos que me serviram de inspiração, sejam mais ou menos próximos, meu muito obrigado. Acredito que eu seria incompleto se não tivesse podido conhecê-los.

Agradeço aos brilhantes docentes cujas aulas me inspiraram e cujo dedicado trabalho mantém o reconhecimento desta Faculdade. É um sentimento especial a empolgação de acordar e perceber que será dia de determinada disciplina, algo que somente os melhores professores são capazes de proporcionar. Em destaque, minha gratidão ao meu professor orientador, Dr. Rodrigo Luís Kanayama, que representou mais do que isso, um exemplo a ser seguido em tantas áreas.

Agradeço também a todos que tornaram meus estágios no Tribunal de Contas do Estado do Paraná, na Câmara Municipal de Curitiba e no Ideias Radicais vivências incríveis, das quais me orgulho de ter realizado. Sobram elogios e inexistem reclamações sobre os aprendizados e bons momentos que vocês proporcionaram.

Não menos importante são as razões diárias que tornavam qualquer momento comum em algo mágico. Cada tarde no CAHS ou no Bunker no ano de calouro, cada almoço com direito a *miquinho* e *chopps* de vinho, cada CervejAAADa, Churras da Calourada, Saint Patrick's ou Irish, cada evento desprezioso ou muito relevante, cada companhia durante a pandemia, e cada ombro amigo nos momentos não tão animadores, e cada outro momento que não me vem à mente agora. Nada seria o mesmo sem os meus amigos, muitos para que fosse viável citar nominalmente, mas que guardo com a maior lealdade possível. Acredito cada vez mais que é tudo nosso, e nada deles.

A última consideração que julgo pertinente é sobre obstinação, pois se tornou meu lema de vida. *Fortis fortuna adiuvat*. Fortune favors the bold. A sorte favorece os audazes. Gostaria de deixar registrado para qualquer leitor, e para mim mesmo, meu testemunho sobre as maravilhas que um segundo de coragem é capaz de proporcionar. E quem dirá vários. Uma vida com vontade de fogo, acredito que essa é a riqueza sobrando a toda pérola.

Uma vez meu pai me disse que vivemos de verdade quando estamos enfrentando novos desafios. Pois bem, em bom tempo me despeço desta Casa, seguro de que aproveitei o que havia para aproveitar. É chegada a hora de partir rumo a novos desafios, e por sorte me

apaixonei pelo inesperado. Guardarei, porém, todas essas experiências comigo para sempre, ainda que não na memória, em quem eu sou.

“Quand le pillage devient un moyen d'existence pour un groupe d'hommes qui vit au sein de la société, ce groupe finit par créer pour lui-même tout un système juridique qui autorise le pillage et un code morale qui le glorifie.”

Claude Frédéric Bastiat

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo identificar as normas jurídicas desenvolvidas no Brasil que contribuíram para o controle da oferta monetária e, conseqüentemente, da inflação. Para tal, é realizada uma pesquisa exploratória das literaturas da economia e do direito combinadas com os respectivos dados fáticos, com foco no encontro das relações causais. O controle da oferta monetária é caracterizado como central para o desenvolvimento econômico nacional, consideradas as limitações da emissão monetária como instrumento para o combate à expansão da oferta monetária a partir das teorias clássicas. Quanto ao modelo de organização institucional, é notada como essencial a presença de autonomia do Banco Central nas funções de autoridade monetária, com a atribuição específica de manter a estabilidade dos preços. A Lei Complementar nº 179/2021 é reconhecida como avanço no processo histórico de maturação institucional do Banco Central, alçando-o a um novo patamar de autonomia. As reformas no sistema monetário da década de 80 também são estudadas, concluindo-se pela alta relevância da presença de mecanismos de transparência e planejamento para tornar possível uma condução satisfatória da política monetária. O principal marco jurídico encontrado neste campo foi a Lei de Responsabilidade Fiscal. Por fim, são analisados os pontos históricos de intermediação das relações entre Banco Central e Tesouro Nacional, apontando para a maior eficiência da política monetária quando presente uma nítida separação patrimonial e quando adotadas as práticas consagradas pela literatura internacional sobre o gerenciamento das disponibilidades estatais. Sobretudo, é considerada a vedação do financiamento do Tesouro Nacional pelo Banco Central a partir da regra constante no art. 164, § 1º, da Constituição da República e o comportamento da legislação infraconstitucional até a sanção da Lei nº 13.820/2019, que aprimora os termos desta relação.

Palavras-chave: Política Monetária; Oferta Monetária; Banco Central; Governança Orçamentária.

ABSTRACT

This study aims to identify the legal rules developed in Brazil that have contributed to the management of money supply and, therefore, to counter inflation. In order to accomplish said goal, this paper relies upon an exploratory research on both law and economics scientific literature, combined with the corresponding data, and focusing on establishing the appropriate causal relations. The regulation concerning a country's money supply is featured as a key to national economic growth, provided that restrictions to the currency issuance figure as an essential instrument to prevent increase of money supply, according to the classic theories. Regarding the institutional organization model, the autonomy of the Central Bank in relation to its role of monetary authority is noted as essential, just as it is the specific attribution of maintaining price stability. The Complementary Law nº 179/2021 is recognized as an improvement in the historical process of Central Bank's institutional building, resulting in a new level of independence. The reforms of the Brazilian monetary system in the 1980s are also analyzed, leading to the conclusion that mechanisms which ensure transparency and planning are highly relevant to make a satisfactory monetary policy possible. The main rule found in this field is the Fiscal Responsibility Law. At last, there are considerations about the historical means by which the National Treasury and the Central Bank interacted, indicating enhanced success of monetary policy when present clear assets segregation and when adopted internationally endorsed standards of public cash management. Foremost, the restraint on National Treasury funding by the Central Bank, located in the 1st paragraph of article 164 of the Constitution, is addressed from the previous infraconstitutional laws to the approval of Law nº 13.820/2019, that upgrades said interaction.

Keywords: Monetary Policy; Money Supply; Central Bank; Budgetary Governance.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
OFERTA MONETÁRIA E INFLAÇÃO: DIÁLOGOS COM AS CIÊNCIAS ECONÔMICAS	12
INTRODUÇÃO À ARQUITETURA DO SISTEMA MONETÁRIO BRASILEIRO	17
A PROMITENTE ORIGEM DO BANCO CENTRAL BRASILEIRO E SUA JORNADA RUMO À AUTONOMIA	18
ORÇAMENTOS E DISFUNÇÕES NA CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NACIONAL	24
AS RELAÇÕES ENTRE TESOUREIRO NACIONAL E BANCO CENTRAL: DA CONTA MOVIMENTO À EQUALIZAÇÃO CAMBIAL	28
CONCLUSÕES	33
REFERÊNCIAS	36
ANEXO I	41
ANEXO II	42
ANEXO III	43
ANEXO IV	44
ANEXO V	45
ANEXO VI	46

INTRODUÇÃO

Em março de 2022, o Brasil registrou uma inflação de 1,62%, a maior para o período em 28 anos¹. No total acumulado dos últimos 12 meses, o índice é de 11,30%, o maior desde 2003². A inflação volta a espreitar o país, depois de tempos nos quais se poderia ter pensado que essa era uma mazela já superada. Em verdade, este fenômeno esteve marcadamente presente ao longo de toda a história recente da República, especialmente durante o período de hiperinflação, num raro caso de ocorrência na ausência de guerras ou revoluções.

O Brasil não se encontra só frente à iminência do aumento da inflação, estando inserido num contexto global de aumento generalizado de preços após a pandemia do novo coronavírus (Covid-19). Bancos centrais de diversas nações desenvolvidas, como forma de combater as ameaças à estabilidade da economia, se posicionaram no sentido de garantir a altos custos a sustentabilidade do sistema bancário³. No mesmo sentido, os tesouros nacionais assumem a responsabilidade de conceder empréstimos ou renda emergencial, a exemplo do auxílio emergencial no caso brasileiro, criado pela Lei nº 13.982, de 2 de abril de 2020.

Como resultado, há um inchaço no tamanho dos estados, processo que tende a não retroceder completamente mesmo quando cessadas suas causas⁴. O panorama é de radicalização da atuação estatal atinente às respectivas moedas, com iminência de aumento dos índices de inflação.

Pertinente investigar, portanto, quais as possíveis contribuições no campo do direito em desfavor do descontrole inflacionário. Neste intento, a complicada história da política monetária brasileira, por vezes desastrosa e amalgamada com as políticas fiscal e creditícia⁵, passa a oferecer um rico arcabouço normativo com exemplos de erros e acertos no que se refere ao combate à inflação. A partir do exame desses institutos, busca-se concluir quais modelos normativos melhor atendem às condições exigidas para um desempenho estatal satisfatório no manejo da moeda e, conseqüentemente, para a preservação de um ambiente propício para o desenvolvimento econômico.

Para atingir este objetivo, o trabalho é dividido em 5 seções. A seção 1 trata de apresentar noções gerais de economia relacionadas com a condução da política monetária

¹ FREIRE, Tâmara. **Brasil registra para março a maior inflação em 28 anos**. Agência Brasil. 8 de abr. de 2022, n. p.

² Ibidem.

³ THE ECONOMIST. **Rich countries try radical economic policies to counter covid-19**. 26 de mai. de 2020, n.p.

⁴ Ibidem.

⁵ CONTI, José Maurício. RODRIGUES, Diogo Luiz Cordeiro. O Direito Financeiro e a Constituição de 1988: passado, presente e futuro. **Revista Jurídica da Procuradoria-Geral do Estado do Paraná**, Curitiba, nº 10, p. 253-282, 2019, passim.

orientada ao controle da inflação e discriminar os mecanismos pelos quais ela é operacionalizada. Já a seção 2 caracteriza as entidades centrais na execução da política monetária, também de modo instrumental. Por sua vez, a seção 3 se debruça sobre o surgimento e a configuração do Banco Central do Brasil com enfoque na posição ocupada pela entidade na Administração Pública brasileira e seu grau de autonomia, coroado pela Lei Complementar 179, de 14 de fevereiro de 2021. A seção 4 versa sobre o aprimoramento da governança orçamentária como condição para uma gestão fiscal e monetária eficaz. A seção 5 parte da conta movimento como paradigma da relação mantida entre Banco Central e Banco do Brasil, e em geral, com o Poder Executivo e o Tesouro Nacional, abrangendo a disposição do art. 164, § 1º da Constituição Federal como norma fundamental que rege tais relações.

1. OFERTA MONETÁRIA E INFLAÇÃO: DIÁLOGOS COM AS CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Sinteticamente, pode-se definir inflação como o aumento generalizado dos preços ao longo do tempo⁶. Ocorre que a inflação é fenômeno complexo, que possui diversos aspectos, e portanto faz-se preciso restringir o estudo a um só deles, qual seja, a inflação por aumento da oferta de monetária, ou *money supply*. Esta abordagem exclui do escopo a inflação de custos⁷, outras formas de inflação por demanda⁸ e a inflação inercial⁹, por exemplo, ainda que todas se sobreponham em alguma medida e se influenciem mutuamente.

Para delinear os mecanismos que provocam a inflação por aumento da oferta monetária, necessário tecer algumas considerações sobre o meio que sofre qualquer dos tipos de inflação: o próprio dinheiro.

Em primeiro lugar, cabe apontar que o dinheiro em si não traduz riqueza material, aqui entendida como a ampla capacidade de satisfazer as necessidades humanas. A riqueza corresponde essencialmente ao acesso a bens e serviços, acesso este que é em verdade intermediado pelo dinheiro. A conclusão lógica desta premissa é que a mera quantidade de dinheiro, por si só, não é relevante para determinar a qualidade de vida, que é melhor comunicada pelo que tal quantidade tem a capacidade de proporcionar.

⁶ MANKIWI, Nicholas Gregory. **Macroeconomics**. Worth Publishers: 2009. p. 79.

⁷ Ocasionalizada pelo aumento dos custos de produção. Como exemplo, a destruição de lavouras por desastres naturais, criando um choque negativo de oferta e posteriormente o aumento dos custos dos produtos remanescentes. É pouco pertinente a este estudo pois o Direito Financeiro não guarda relação direta com as causas deste processo inflacionário.

⁸ A inflação gerada por aumento na oferta monetário afeta justamente o polo da demanda, mas não é a única causa possível para o aumento dos preços por este meio.

⁹ Causada pela simples reprodução dos índices inflacionários por conta da probabilidade de perpetuação da desvalorização da moeda.

Porém, o dinheiro enquanto meio de intermediação de trocas não é instrumento neutro. O aumento e a redução da oferta monetária impactam todas as trocas operacionalizadas, na medida em que, genericamente e em um cenário isolado, haverá consecutivo aumento ou redução da demanda por bens que não é acompanhada por uma contrapartida como a variação na disponibilidade de bens no mundo material.

A inflação enseja consequências nas relações desenvolvidas entre os agentes econômicos tais quais (i) o incentivo de gastar os recursos tão logo quanto possível; (ii) a necessidade do reajuste dos preços mais frequentemente; (iii) a distorção dos preços relativos, tendo em vista que os agentes não reajustam seus preços simultaneamente; (iv) a complexificação da tributação, a exemplo da percebida na incidência indiscriminada sobre ganhos de capital sem considerar as perdas decorrentes da inflação; (v) a deterioração da função de unidade contábil da moeda, dado que a informação traduzida se torna mais instável; (vi) a maior dificuldade em estipular os valores futuros e se planejar de acordo, o que gera um risco maior em cada transação e tende a afastar investidores do ambiente; (vii) a redistribuição de riqueza entre os agentes¹⁰; (viii) a constituição de ciclo vicioso que tende a agravar cada vez mais o processo¹¹. Indiretamente, a inflação afeta o desemprego, o crescimento econômico e a flutuação dos ciclos econômicos¹².

Em suma, a mera manipulação da oferta monetária tem o condão de gerar diversas consequências indesejáveis sobre a economia¹³, tão mais graves quanto maior o aumento na oferta monetária e maior a inflação. Quando configuram-se cenários de hiperinflação, em que pese os efeitos sejam similares, o elevado grau de severidade de cada um faz com que a situação se torne insustentável, ameaçando inclusive a própria capacidade do Estado em se financiar e desempenhar suas funções.

Nesta toada, relevante ainda definir o conceito de “dinheiro circulante”, por vezes chamado “oferta monetária” ou ainda “estoque monetário”, em determinada economia, dado que não se trata de termo nitidamente delimitado. Inicialmente, dinheiro é um bem que reúne três propósitos: (i) armazenar valor, do presente para o futuro; (ii) servir como unidade

¹⁰ Dado que quem primeiro receber as novas quantidades de dinheiro criadas encontrará um mercado que ainda não teve tempo de reajustar os preços, enquanto os últimos na cadeia de transferências suportarão os custos elevados conforme a nova demanda criada.

¹¹ MANKIW, Nicholas Gregory. **Macroeconomics**. Worth Publishers: 2009. p. 102-107.

¹² LIJPHART, Arend. Central Banks: Independence versus Dependence. In: _____. *Patterns of Democracy: Government Forms and Performance in Thirty-Six Countries*. New Haven: Yale University Press, 1999, p. 228.

¹³ Deve-se observar que alguns autores apontam benefícios resultantes do processo inflacionário, como a função de reajustar os salários para baixo, uma vez que há grande tendência de que o valor nominal dos salários nunca seja reduzido, o que permite uma melhor manutenção das vagas de emprego. Cf. MANKIW, Nicholas Gregory. **Macroeconomics**. Worth Publishers: 2009. p. 105-106.

contábil que exprime os preços; e (iii) um meio de troca¹⁴. Circulante, por sua vez, se refere a disponibilidade deste ativo em determinada economia.

Na antiguidade, quantidade de dinheiro circulante não é conceito distinto do de quantidade moeda no sentido mais estrito possível, isto é, de pedaços de metal utilizados como meio de trocas. Hodiernamente, por contraste, há alta complexidade dos ativos financeiros existentes, o que gera uma variação do que se entende por dinheiro circulante sobretudo pautada pela respectiva liquidez¹⁵ de cada ativo. Esta ampliação no que se considera por dinheiro em circulação importa uma vez que as transações de mercado não são realizadas somente por meio de moeda em seu conceito mais restrito, mas também por ativos financeiros com ela relacionados, o que ocasiona também um aumento na oferta de meios de troca com alta liquidez, se aproximando da própria noção de dinheiro, e poderia melhor explicar os processos de formação dos preços na economia. Ilustradamente, valores depositados à vista em contas correntes são elegíveis como dinheiro em circulação, podendo ser transacionado com o uso de cheques e similares. Sendo estes ativos aptos para serem classificados como dinheiro circulante, outros também podem se tornar.

Desta forma, as moedas se somam às “quase-moedas” para formar o que a Divisão Monetária e Bancária (Dimob) do Departamento de Estatísticas (Dstat) do Banco Central classifica desde 2001 como “meios de pagamento” ou, alternativamente, “agregados monetários”, sendo estes os indicadores do que se entende por “oferta monetária”. Os meios de pagamento são classificados da seguinte forma: (i) M1 corresponde ao papel-moeda em poder do público somado aos depósitos à vista; (ii) M2 corresponde ao M1 somado aos depósitos de poupança e aos títulos privados emitidos pelos bancos depositários; (iii) M3 que compreende M2 mais as cotas de fundos de investimento depositários e as operações compromissadas com títulos públicos e privados; e (iv) M4 que adiciona ao M3 os títulos públicos emitidos pelo Governo Federal, adquiridos em operações definitivas. O conceito de base monetária restrita está intimamente relacionado com o de M1, assim como o de base monetária ampliada está com o de M4¹⁶.

Não seria possível proporcionar um entendimento preciso sobre a oferta monetária sem menção ao papel desempenhado pelos bancos na multiplicação da oferta inicial de moeda emitida pela autoridade monetária. Diferentemente de como opera um sistema bancário com 100% de reservas, nos quais os depósitos devem ser todos mantidos em reserva, os sistemas

¹⁴ Ibidem, p. 80-81

¹⁵ A facilidade com a qual um ativo pode ser convertido.

¹⁶ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Departamento de Estatísticas. **Nota Técnica do Banco Central do Brasil nº 48: Revisão Metodológica das Estatísticas de Meios de Pagamento**. Brasília, nov. de 2018. p. 6-14.

bancários que operam com reserva fracionária estão autorizados a emprestar uma fração dos valores depositados a terceiros. Neste cenário, e considerando mesmo o critério M1, que inclui os depósitos a vista, para a aferição da oferta monetária, além da quantia depositada, está em circulação o valor do empréstimo realizado pelo banco. Este valor emprestado, por sua vez, pode ser depositado em outro banco, autorizando que este segundo banco realize novos empréstimos e assim por diante. Este processo configura um efeito cascata de aumento finito da oferta monetária, promovido pelos bancos não diretamente pela autoridade monetária para emitir moeda originalmente. Este último é o modelo dominante na atualidade.

Para generalizar a interação dos fatores da economia, apoiando-se na Teoria Quantitativa da Moeda¹⁷, utiliza-se da descrição proposta pela chamada equação quantitativa:

$$M \times V = P \times T$$

Na qual M representa a oferta monetária; V a velocidade com a qual são realizadas as transações; P o preço geral dos bens, e cujo aumento constitui a inflação; e T o número de transações. *Ceteris paribus*, tem-se que o aumento da oferta monetária implica também no aumento de preços, os dois fatores centrais para o escopo deste trabalho.

A equação reafirma ainda a premissa de que dinheiro por si só não constitui riqueza, o que também é válido para o processo de ampliação da oferta monetária pelos bancos. Frisa-se porém que este processo gera consequências, senão na geração de riquezas, na distribuição delas, tendo em vista que o dinheiro guarda seu atributo de meio de troca, então mais disponível para uns e não mais disponível para outros operacionalizarem tais trocas.

No mundo contemporâneo, houve generalizada adoção da moeda fiduciária após a crise de 1929, substituindo a moeda lastreada. Aquele tipo de moeda, diferentemente desta, não possui lastro em outros bens, e portanto não manifesta valor intrínseco, dependendo tão somente da fideduciação dos usuários¹⁸. Este tipo de moeda é muito mais facilmente emitido pelo Estado, uma vez que não pressupõe a necessidade de constituição de ativos equivalentes pela autoridade emissora, como por exemplo a aquisição de ouro. A moeda deixa de ser resgatável em outro meio. Deste modo, é possível que a oferta monetária seja amplamente controlada pelos Estados, sobretudo na direção da expansão da oferta monetária. Há a argumentação de

¹⁷ MANKIW, Nicholas Gregory. **Macroeconomics**. Worth Publishers: 2009. p. 86-87

¹⁸ Garantida por meio do “curso forçado”, que é a obrigação dos cidadãos em transacionar com determinada moeda. No Brasil, foi instituído por meio do Decreto nº 23.501, de 27 de Novembro de 1933, que dispunha:
Art. 1º É nula qualquer estipulação de pagamento em ouro, ou em determinada espécie de moeda, ou por qualquer meio tendente a recusar ou restringir, nos seus efeitos, o curso forçado do mil réis papel.
Art. 2º A partir da publicação deste decreto, é vedada, sob pena de nulidade, nos contratos exequíveis no Brasil, a estipulação de pagamento em moeda que não seja a corrente, pelo seu valor legal.
Art. 3º O presente decreto entrará em vigor na data de sua publicação, devendo seu texto ser transmitido aos interventores para publicação imediata, revogadas as disposições em contrário, incluídas as de caráter constitucional.

que, ao perder o lastro, a moeda perde também sua função de reserva de valor, se tornando apenas unidade contábil e meio de troca¹⁹.

Como forma de proteção aos usuários da moeda, neste mesmo contexto surgem as autoridades monetárias, papel comumente desempenhado pelos bancos centrais, com algum grau de autonomia, com a missão de impedir uma desenfreada emissão de moeda por meio de sua política monetária.

Quanto ao grau de autonomia, em estudo empírico promovido por Albert Alesina e Lawrence Summers²⁰, foi realizada por meio de índice próprio a mensuração da independência dos bancos centrais de 16 países, sendo este contrastado com o respectivo índice médio de inflação do período estudado. Foi possível aferir uma tendência de maior estabilidade do poder de compra da moeda tão maior fosse o grau de autonomia do banco central, conforme exposto no Anexo I.

Quando da condução da política monetária, as autoridades monetárias fazem uso de suas prerrogativas para alterar a oferta monetária por meio da emissão de moeda ou então exigindo um percentual maior ou menor de reservas equivalentes aos depósitos bancários. Para este fim, dispõem de três instrumentos: (i) operações de mercado aberto, que são as compras ou vendas de títulos por meio das quais se retira ou amplia a quantidade de dinheiro na economia; (ii) alteração nas exigências da reserva fracionária, por meio da qual é possível frear ou incentivar o processo de geração de oferta monetária decorrente do empréstimo dos valores depositados; e (iii) manipulando a taxa de juros cobrada sobre os empréstimos para os bancos que não atenderam os requisitos mínimos da reserva fracionária, reduzindo as tendências de que estes venham a fazer uso deste expediente.

Todavia, este controle não é preciso, pois há grande margem de atuação dos bancos que estão na margem de sua autonomia privada e que geram consequências na oferta monetária, a exemplo da manutenção de uma reserva maior do que a exigida ou o quanto eles emprestam diretamente da autoridade monetária pela taxa por ela estabelecida.

A atuação estatal atrai a tutela do Direito Financeiro sobre o tema, sendo o responsável por estabelecer os parâmetros e os limites para o uso dos expedientes supra descritos. No Brasil, como costuma ser regra, a política monetária é desempenhada pelo Banco Central, incluído no Sistema Financeiro Nacional, que se passa a apreciar.

¹⁹ FRANCO, Gustavo Henrique de Barroso. **A moeda e a lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)**. Rio de Janeiro: Zahar, 2017, p. 42-44.

²⁰ ALESINA, Albert. SUMMERS, Lawrence. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 25, N° 2, p. 151-162, 1993.

2. INTRODUÇÃO À ARQUITETURA DO SISTEMA MONETÁRIO BRASILEIRO

Primeiramente, cuida-se de apresentar as entidades centrais na dinâmica monetária do país. De um lado, o Banco Central do Brasil (Bacen) é atualmente uma autarquia federal não vinculada a nenhum ministério, que compõe o Sistema Financeiro Nacional, estruturado pela Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que lhe atribui ainda suas competências. Dentre elas, destacam-se as de (i) emitir a moeda nacional; (ii) executar a política monetária; (iii) ser o depositário das reservas internacionais; (iv) normatizar e fiscalizar o funcionamento das instituições financeiras e (v) manter a Conta Única do Tesouro Nacional, conforme viria a determinar o Decreto nº 98.872, de 23 de dezembro de 1986.

De outro, o Tesouro Nacional, que designa genericamente o caixa do governo, compreende conjunto dos meios financeiros disponíveis pelo Estado, sendo esta a significação empregada na sequência, independentemente do órgão responsável por sua administração. Por movimentar valores pujantes quando realiza pagamentos ou recolhe tributos e outras receitas exerce influência na oferta monetária. No Brasil, a função de sua administração é hodiernamente conferida à Secretaria do Tesouro Nacional, órgão vinculado ao Ministério da Economia e criado pelo Decreto nº 92.452, de 10 de março de 1986.

Razoável ainda caracterizar brevemente outras duas entidades, o Banco do Brasil e a Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc).

Anteriormente a 1964, o Banco do Brasil acumulava com suas funções tradicionais de banco comercial funções próprias de um banco central. Entre elas, a de emissão de moeda, por meio de sua Carteira de Redescontos (Cared), disciplinada pela Lei nº 4.182, de 13 de novembro de 1920²¹ e com contabilidade separada. Por meio dela, atuava também como emprestador de última instância do sistema monetário, possuindo espaço para administrar a taxa de juros, controlando assim o crédito e a expansão da oferta monetária²². Também exercia controle do câmbio por meio da carteira de câmbio²³. Foi ainda depositário das reservas compulsórias dos demais bancos comerciais, sem ser ele mesmo obrigado a realizar a própria

²¹ Art. 9º Fica instituída no Banco do Brasil, sob a superintendência do presidente desse instituto e a cargo de um director de nomeação do Presidente da Republica, uma Carteira de Emissão e Redesconto, com caixa e contabilidade próprias, enquanto não for creado um banco especial para esses fins. O limite de operações dessa carteira será de cem mil contos de réis, e não poderá ser excedido sinão, em caso excepcional, por acto do Presidente da Republica, ficando o Banco sujeito, pela emissão que exceder áquelle limite, á taxa que o Governo determinar.

²² BRITTO, Ana Claudia Coutinho. **A Evolução das Instituições Monetárias Brasileiras e a Independência do Banco Central hoje**. Monografia de Conclusão de Curso. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2010, p. 10.

²³ Ibidem.

reserva²⁴. Nota-se, entretanto, a ausência de uma política monetária definida com os fins tradicionais de manutenção da estabilidade da moeda, sendo desempenhada somente na prática.

Já a Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc) foi o órgão do governo subordinado ao Ministro da Fazenda, criado pelo Decreto-Lei nº 7.293, de 2 de fevereiro de 1945²⁵. Assumiu muitas das funções que caberiam a um banco central em caráter idealizado como provisório, mas que se desenvolveu por quase 20 anos. Chama-se atenção para a imediata subordinação deste órgão ao Ministro da Fazenda e, desta forma, ao Chefe do Poder Executivo.

3. A PROMITENTE ORIGEM DO BANCO CENTRAL BRASILEIRO E SUA JORNADA RUMO À AUTONOMIA

Para explicar as estruturas jurídicas de combate ao descontrole inflacionário existentes na contemporaneidade e o processo de aprimoramento experimentado por cada uma, essencial remontar ao menos até o contexto da criação do Banco Central, em 1964, quando este reúne algumas das competências antes atribuídas ao Tesouro Nacional, ao Banco do Brasil e à Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc).

Em dessintonia com o resto dos países a adotar a moeda fiduciária, o Brasil tarda a criar um órgão com tais características. Previamente, a emissão monetária era atribuída pelo Decreto-Lei nº 4.792, de 5 de outubro de 1942 ao Tesouro Nacional, um órgão que dadas as suas peculiaridades tende a atuar de modo a ampliar o gasto público para manter o funcionamento do Estado e dos serviços públicos, que sempre demandam recursos. Finalidade precipuamente oposta a do Banco Central, que tem como um de seus objetivos centrais

²⁴ Ibidem

²⁵ Art. 3º Enquanto não for convertido em lei o projeto de criação do Banco Central, à Superintendência da Moeda e do Crédito incumbe as seguintes atribuições:

a) **requerer emissão de papel-moeda ao Tesouro Nacional** até o limite máximo de que trata o art. 2º do Decreto-lei nº 4.792, de 5 de outubro de 1942, e para os fins previstos neste Decreto-lei;

b) **receber, com exclusividade depósitos de bancos;**

c) **delimitar**, quando julgar necessário, **as taxas de juros** a abonar as novas contas pelos bancos, casas bancárias e caixas econômicas;

d) **fixar**, mensalmente, **as taxas de desconto e juros dos empréstimos a bancos**, podendo vigorar taxas e juros diferentes, tendo em vista as regiões e peculiaridades das transações;

e) **autorizar a compra e venda de ouro ou de cambiais;**

f) autorizar empréstimos a bancos por prazo não superior a cento e vinte (120) dias, garantido; por títulos do Governo Federal até o limite de noventa por cento (90%) do valor em Bolsa;

g) **orientar a fiscalização dos bancos;**

h) **orientar a política de câmbio e operações bancárias em geral;**

i) promover a compra e venda de títulos do Governo Federal em Bolsa;

j) autorizar o desconto de títulos e empréstimos a bancos nos termos da legislação que vigorar,

garantir a estabilidade da moeda e evitar as consequências desastrosas da inflação descritas na seção I.

Se o Tesouro Nacional é a autoridade emissora, ambos os papéis desempenhados se confundem e tornam nebuloso o foco de atuação do órgão. O processo então vigente para emissão de moeda ocorria a partir de operações de redesconto intermediadas pela Carteira de Redescontos (Cared). O Banco do Brasil, que servia como depositário das reservas dos demais bancos comerciais, quando julgasse preciso, levava ativos à Cared, que lhe oferecia moeda em troca. Em outro turno, a Cared realizava empréstimo junto ao Tesouro Nacional, que emitia moeda para tanto²⁶.

Em condições normais, vencidos os ativos que o Banco do Brasil havia transmitido à Cared, este deveria pagar os valores correspondentes, que sequencialmente seriam devolvidos pela Cared ao Tesouro Nacional para destruição dos valores retorno ao montante inicial de oferta monetária. Porém, havia estruturalmente uma maquiagem para burlar o sistema: o Decreto-Lei nº 4.792, de 5 de outubro de 1942, estabelecia limitação para tais operações conforme as reservas em ouro e moeda estrangeira²⁷, mas que eram estruturalmente encampadas pelo Congresso Nacional por meio de autorizações de que o valor não retornasse para a destruição, mantendo a moeda emitida em circulação²⁸.

O surgimento do Banco Central representa então o primeiro passo rumo ao estabelecimento de um órgão com a função de zelar pela estabilidade da oferta monetária no país. Em primeiro momento, resultado de uma complexa rede de interesses, as competências normalmente atribuídas aos Bancos Centrais foram legadas ao Conselho Monetário Nacional, de certa forma prejudicando a atuação e independência da autarquia recém criada²⁹. Para exemplificar, ao Banco Central cabia somente a emissão da moeda, ao passo que a autorização para tal emissão ficava a cargo do Conselho Monetário Nacional. No mesmo sentido, a exigência dos bancos comerciais manterem maiores ou menores quantias recolhidas compulsoriamente também era determinada pelo Conselho Monetário Nacional, servindo o

²⁶ ORENSTEIN, Luiz; SOCHACZEWSKI, Antonio Claudio. Democracia com desenvolvimento: 1956-1961. In: ABREU, Marcelo de P. (Org.). **A ordem do progresso**. Dois séculos de política econômica no Brasil. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 186.

²⁷ Art. 2º A partir da vigência desta lei, tanto as emissões oriundas do redesconto como as decorrentes dos empréstimos a bancos mediante as requisições de que trata o art. 2º da lei n. 449, de 14 de junho de 1937 e o art. 4º do decreto n. 21.499, de 9 de junho de 1932. serão garantidas pelas disponibilidades do Governo, em ouro e cambiais, na proporção de 25% (vinte e cinco por cento) .

²⁸ FIGUEIREDO FILHO, João Sidney. **Políticas Monetária, Cambial e Bancária no Brasil sob a gestão do Conselho da SUMOC, de 1945 a 1955**. Dissertação de Mestrado em Economia, Universidade Federal Fluminense: Niterói, 2005. p. 69-70.

²⁹ FRANCO, Gustavo Henrique de Barroso. **A moeda e a lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)**. Rio de Janeiro: Zahar, 2017, p. 367-368.

Banco Central apenas como depositário desses valores. Por sua vez, estes valores também desempenharam um papel relevante na administração financeira do país, como ver-se-á na seção 4.

Na nova configuração, a Cared deixa de existir e a carteira de câmbio também é transferida ao Banco Central³⁰. Neste momento, o Banco do Brasil passa a agir sobretudo como agente financeiro do Tesouro Nacional, embora influísse na oferta monetária por meio da conta movimento, tema da seção 5.

Por ora, cumpre constatar que a criação do Banco Central foi exitosa em seus primeiros anos, desempenhando junto ao também recém criado Conselho Monetário Nacional um papel direcionado à manutenção política monetária não expansionista e que certamente contribuiu para o nítido arrefecimento da inflação após sua criação, em 1964³¹. Este processo pode ser percebido a partir da análise do Anexo II.

Como é possível observar, no período dos 10 anos subsequentes à criação do Banco Central, a inflação anual permanece relativamente baixa e estável ao redor de 25% ao ano, o que endossa o entendimento pela relevante participação do Banco Central enquanto instituição no combate da expansão da oferta monetária. Entretanto, já em 1976 o índice volta a refletir uma inflação próxima do que era a média do período de 1959 a 1963, isto é, de 47%. Este fenômeno está relacionado com uma característica essencial para o pleno desempenho das funções atribuídas ao Banco Central: sua autonomia.

Preliminarmente, cumpre esclarecer que à época da redação original, a diretoria do Banco Central³² era escolhida entre membros do Conselho Monetário Nacional indicados pela Presidência da República³³.

Em 1967, mediante pressão do governo do presidente Costa e Silva e sob ameaça de revogação da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, a diretoria original do Banco do Brasil renuncia aos cargos antes do fim de seu mandato, sem que entretanto houvessem

³⁰ BRITTO, Ana Claudia Coutinho. **A Evolução das Instituições Monetárias Brasileiras e a Independência do Banco Central hoje**. Monografia de Conclusão de Curso. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2010, p. 14.

³¹ Não é possível isolar fatores no cenário com incontáveis variáveis que é o da economia brasileira, sendo possível somente inferir a relação de causa e efeito entre a criação do Banco Central e a redução da inflação experimentada no período.

³² Art 14. O Banco Central da República do Brasil será administrado por uma Diretoria de 4 (quatro) membros, um dos quais será o Presidente, escolhidos pelo Conselho Monetário Nacional dentre seus membros mencionados no inciso IV, do artigo 6º, desta lei.

³³ Art 6º O Conselho Monetário Nacional será integrado pelos seguintes membros: (...) IV - Seis (6) membros nomeados pelo Presidente da República, após aprovação do Senado Federal, escolhidos entre brasileiros de ilibada reputação e notória capacidade em assuntos econômicos-financeiros, com mandato de seis (6) anos podendo ser reconduzidos.

quaisquer alterações legislativas sobre o provimento dos cargos³⁴. Deste modo, o mandato foi formalmente respeitado, embora não materialmente. Na sequência, sequer o mandato passa a ser respeitado, dado que o presidente era capaz de interromper o mandato se autorizado pelo Senado, que no momento não atuava de maneira ativa³⁵.

O processo que se caracteriza então é o da submissão dos interesses precípuos ao Banco Central de controle da oferta monetária aos do Poder Executivo de implantação de sua agenda de governo, a qual pressupõe a disponibilidade de recursos. Ele viria a ser aprofundado, nos anos seguintes, pela manipulação da composição do Conselho Monetário Nacional, abrindo espaço para a internalização de uma política corporativista de interesses no órgão decisório central em questão de finanças públicas³⁶.

Esta trajetória de criação de uma instância de poder, com representantes de determinados setores da sociedade, se afasta da noção democrática de que as decisões políticas devem ser tomadas, tanto quanto possível, pelos representantes eleitos do povo. A captura do Banco Central e do Conselho Monetário Nacional reflete o autoritarismo do regime, tendente a centralizar o poder na estrutura do executivo. É possível realizar a subsunção deste cenário ao teorizado por Arend Lijphart no capítulo da obra *Patterns of Democracy*, no qual o autor verifica a relação entre a autonomia dos bancos centrais em relação ao governo executivo, como feição indicativa da distribuição do poder na estrutura do Estado³⁷.

A Constituição da República de 1988, reconhecendo a relevância da autonomia do Banco Central, acrescenta a necessidade de aprovação pelo Senado das indicações para os cargos de presidente e diretores da instituição³⁸. Todavia, a nível constitucional não são estabelecidos os mandatos para tais agentes.

Um imbróglie jurídico perdurou entre a promulgação da nova Constituição até a da Emenda Constitucional nº 40, de 29 de maio de 2003. Originalmente, a previsão era de

³⁴ FRANCO, Gustavo Henrique de Barroso. **A moeda e a lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)**. Rio de Janeiro: Zahar, 2017, p. 415-418.

³⁵ Ibidem, p.418.

³⁶ Ibidem, p. 418-430

³⁷ LIJPHART, Arend. Central Banks: Independence versus Dependence. In: _____. **Patterns of Democracy: Government Forms and Performance in Thirty-Six Countries**. New Haven: Yale University Press, 1999, p. 226-227.

³⁸ Art. 84. Compete privativamente ao Presidente da República: (...)

XIV - nomear, após aprovação pelo Senado Federal, os Ministros do Supremo Tribunal Federal e dos Tribunais Superiores, os Governadores de Territórios, o Procurador-Geral da República, o **presidente e os diretores do banco central** e outros servidores, quando determinado em lei;

regramento do Sistema Financeiro Nacional por um única Lei Complementar³⁹ que, vitimada por uma pluralidade de interesses, não encontrava consenso para aprovação. Com a emenda, a nova redação⁴⁰ passava a permitir a disciplina por *leis complementares*, o que tornou tangível uma Lei que privilegia a independência do Banco Central.

Na instituição do Plano Real, a partir da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, a emissão da nova moeda pelo Banco Central passa a ser condicionada a constituição de reservas internacionais⁴¹, o que constitui um ativo correspondente a cada real emitido, salvaguardando o valor do real na medida em que tolhe a possibilidade de sua emissão sem qualquer contrapartida. Nesta seara, é possível identificar na restrição da livre emissão de moeda pela necessidade de constituição de reservas uma garantia para a manutenção do valor do real. Ao ampliar a função da moeda como reserva de valor, este pode ser seguramente considerado um dos fatores endossados pelo posterior êxito do Plano Real em eliminar a hiperinflação no país. Posteriormente, com a recepção de novas perspectivas sobre as variáveis componentes do cálculo dos preços baseadas na Teoria Moderna da Moeda, esses requisitos foram revogados. A revogação pode representar avanço ou retrocesso, a depender do referencial teórico adotado.

De outro modo, no plano da emancipação do Banco Central e do Conselho Monetário Nacional, a Lei representou um retrocesso ao submeter para a aprovação do Presidente da República (i) o lastreamento da moeda; (ii) a administração das reservas internacionais; e (iii) a possibilidade de exigir uma paridade entre emissão e constituição de reserva distinta da originalmente prevista⁴². É neste momento que o Conselho Monetário Nacional perde algumas de suas competências, que passariam a ser exercidas diretamente pelo Banco Central, a exemplo da transferência da estipulação das diretrizes da política monetária e da definição da taxa básica de juros para o Comitê de Política Monetária (Copom), órgão do Banco Central.

³⁹ Art. 192. **O sistema financeiro nacional**, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, **será regulado em lei complementar**, que disporá, inclusive, sobre: (...)

⁴⁰ Art. 192. **O sistema financeiro nacional**, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, **será regulado por leis complementares** que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.

⁴¹ Art. 3º O Banco Central do Brasil emitirá o REAL **mediante a prévia vinculação de reservas internacionais em valor equivalente**, observado o disposto no art. 4º desta Lei. (...)

§ 2º A paridade a ser obedecida, para fins da equivalência a que se refere o caput deste artigo, será de **um dólar dos Estados Unidos da América para cada REAL emitido**.

⁴² § 4º O Conselho Monetário Nacional, **segundo critérios aprovados pelo Presidente da República**:

I - regulamentará o lastreamento do REAL;

II - definirá a forma como o Banco Central do Brasil administrará as reservas internacionais vinculadas;

III - poderá modificar a paridade a que se refere o § 2º deste artigo.

Não foi até recentemente, em 2021, que foi aprovada a Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021, responsável por inaugurar uma nova fase na estrutura administrativa brasileira tendo por foco conceder ampla autonomia ao Banco Central. Os objetivos da instituição foram reformulados e classificados em um fundamental, de assegurar a estabilidade de preços, e três secundários, de (i) zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro; (ii) suavizar as flutuações do nível de atividade econômica; e (iii) fomentar o pleno emprego. Desta forma, foram excluídas todas as finalidades contraditórias e alheias às funções tradicionais dos bancos centrais, primando pela manutenção da estabilidade de preços se eventualmente os demais objetivos viessem a se tornar incompatíveis.

Tendo em vista a centralidade da admissão⁴³ e demissão do presidente e dos 8 diretores da autarquia como ferramenta de influência do governo sobre a entidade, foram estabelecidos limites para a atuação do Presidente nesta seara. Em primeiro lugar, os mandatos foram fixados em 4 anos, com possibilidade de recondução ao cargo uma vez, e não de maneira simultânea com o mandato do chefe do Poder Executivo. Mais precisamente, a cada ano dois mandatos de diretores se encerram e outros dois se iniciam, tornando graduais as transições da diretoria. O mesmo acontece para o presidente, ao terceiro ano de mandato do Presidente da República. Para a exoneração destes agentes, além das causas ordinárias, é necessário "comprovado e recorrente desempenho insuficiente para o alcance dos objetivos do Banco Central do Brasil" ou "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".

Além disso, a reforma desvinculou o Banco Central do Ministério da Economia tornando-o autarquia em regime especial. Inclusive, foi retirado o *status* de Ministro de Estado do presidente do Banco Central, também visando o afastamento institucional entre a instituição e o Poder Executivo, e sendo transformado em "cargo de Natureza Especial de Presidente do Banco Central do Brasil". Esta medida, porém, foi revertida no mesmo ano pelo Decreto nº 10.789, de 8 de Setembro de 2021⁴⁴, que se por um viés determina que o presidente do Banco Central responda ao Presidente da República em algumas questões, por outro garante foro especial por prerrogativa de função, o que segundo Gilmar Mendes "é uma

⁴³ Esta já regrada constitucionalmente.

⁴⁴ Art. 12. Fica reconhecido ao **Presidente do Banco Central do Brasil tratamento equivalente ao de Ministro de Estado** e de titulares de órgãos diretamente subordinados ao Presidente da **República** para fins de exercício de competências previstas em atos normativos inferiores a decreto editados pelos órgãos centrais do Sistema de Pessoal Civil da Administração Pública Federal e dos demais sistemas da administração pública federal quanto às matérias e aos processos relativos à atuação do Banco Central do Brasil ou aos servidores integrantes de suas carreiras.

garantia voltada não para os titulares de cargos relevantes, mas para as próprias instituições⁴⁵. Desta perspectiva, seria possível identificar mais uma garantia favorável à autarquia.

Por derradeiro, mas determinante para a possibilidade de independência do Banco Central é a garantia geral de autonomia em diversos termos⁴⁶, e em especial a financeira, sem a qual não há piores expectativas de desempenho no que tange ao adequado funcionamento do órgão⁴⁷, e completando o estado da arte da autonomia do Banco Central na estrutura da Administração Pública brasileira.

4. ORÇAMENTOS E DISFUNÇÕES NA CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NACIONAL

O Conselho Monetário Nacional reunia ao tempo da inauguração do Sistema Financeiro Nacional competência para determinar o percentual para recolhimento de depósitos compulsórios dos bancos nos termos do art. 4º, inciso XIV da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964⁴⁸. Nas razões do veto à expressão "esterilização temporária", referente aos valores depositados no texto original, é possível encontrar que o citado veto:

(...) tem a finalidade de evitar interpretações dúbias, no futuro, eis que poderia ensejar, equivocadamente, o entendimento de que fica vedado ao Banco Central qualquer utilização dos depósitos compulsórios dos estabelecimentos bancários. Os depósitos em espécie, que o Banco Central recebe do sistema bancário, poderão ficar esterilizados ou não, dependendo da conjuntura. Em alguns casos a esterilização se impõe, mas em outros, é de toda conveniência que esse numerário retorne à circulação, seja através de operações de 'open-market', seja através de descontos ou da compra e venda de ouro e moedas estrangeiras, como prevê a lei⁴⁹.

A redação final, portanto, não apresenta nenhuma restrição quanto ao uso dos valores, que viriam a não servir exclusivamente à manutenção da política monetária, mas também financiar as políticas públicas promovidas pelo Estado brasileiro.

⁴⁵ Gilmar Mendes, apud BATISTA, Vera. **Presidente do Banco Central volta a ganhar status de ministro**. Correio Braziliense. 9 de set. de 2021. n.p.

⁴⁶ Art. 6º O Banco Central do Brasil é autarquia de natureza especial caracterizada pela ausência de vinculação a Ministério, de tutela ou de subordinação hierárquica, pela autonomia técnica, operacional, administrativa e financeira, pela investidura a termo de seus dirigentes e pela estabilidade durante seus mandatos, bem como pelas demais disposições constantes desta Lei Complementar ou de leis específicas destinadas à sua implementação.

⁴⁷ WILLIAMS, Michael J., et al. **Government Cash Management: Its Interaction with Other Financial Policies**. International Monetary Fund: Fiscal Affairs Dept., 2010, p. 13-16.

⁴⁸ Art. 4º... XIV - Determinar recolhimento (Vetado) de até 25% (vinte e cinco por cento) do total dos depósitos das instituições financeiras, seja na forma de subscrição de letras ou obrigações do Tesouro Nacional ou compra de títulos da Dívida Pública Federal, até 50% do montante global devido, seja através de recolhimento em espécie, em ambos os casos entregues ao Banco Central da República do Brasil, na forma e condições que o Conselho Monetário Nacional determinar podendo êste: (...)

⁴⁹ BRASIL. Presidência da República. **Razões do veto parcial ao Projeto de Lei na Câmara nº 15/63 (no Senado nº 207/64)**. Brasília: Presidência da República, 1964, p. 3.

Ao Conselho era atribuída ainda a função apresentar ao Poder Legislativo como fora a feita a utilização dos valores depositados⁵⁰. Porém, além da prestação de contas, não era necessária a aprovação legislativa para a destinação dessa verba, que idealmente deveria ater-se à finalidade de controlar as emissões e de impedir a expansão monetária, mas que por determinação do Conselho Monetário Nacional poderia ser empregado em áreas diversas. Configurava-se então um orçamento parafiscal que, diferentemente do orçamento fiscal da União⁵¹, sequer era submetido ao escrutínio dos congressistas.

Estes depósitos, somados ao próprio orçamento dos bancos públicos, constituíam o chamado “orçamento monetário”, cuja competência para elaboração cabia ao Banco Central e para aprovação ao Conselho Monetário Nacional⁵². Inicialmente, tratava-se de um documento estatístico a partir do qual, considerando as consolidação das contas dos bancos comerciais e do sistema criador de moeda, seriam previstos os tetos para as operações das instituições financeiras, não devendo representar mais do que um instrumento para a execução da política monetária. Porém, este compromisso se perde, vulnerabilizando o orçamento monetário a sortes de interesses que não os seus originais.

O Decreto nº 62.796, de 30 de maio de 1968⁵³ regulamentou a elaboração do orçamento monetário, elencando como objetivos da política monetária tanto “adaptar o volume dos meios de pagamentos às reais necessidades da economia nacional e do seu desenvolvimento econômico” quanto “orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras públicas e privadas, visando a propiciar, nas diferentes regiões do país, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional”. O mesmo ato explicitou ainda a faculdade do Conselho Monetário Nacional em ajustar tais orçamentos, desta forma interferindo ativamente na distribuição de crédito no mercado brasileiro, por consequência, as prioridades de investimentos.

⁵⁰ Art. 4º... XVI - Enviar obrigatoriamente ao Congresso Nacional, até o último dia do mês subsequente, relatório e mapas demonstrativos da aplicação dos recolhimentos compulsórios, (Vetado).

⁵¹ Oficialmente nomeado “Orçamento Geral da União”.

⁵² Art. 4º... III - Aprovar os orçamentos monetários, preparados pelo Banco Central da República do Brasil, por meio dos quais se estimarão as necessidades globais de moeda e crédito;

⁵³ Art. 1º. Ficam os estabelecimentos oficiais de crédito, a que se refere o art. 189, incisos I, II, III e IV do Decreto-lei nº 200, de 25 de fevereiro de 1967, obrigados a submeter à aprovação do Conselho Monetário Nacional, até 30 de novembro de cada ano, os seus programas de recursos e Aplicações para o exercício seguinte, abrangendo, inclusive, os Fundos de que eventualmente sejam gestores ou administradores...

Art. 2º. O Conselho Monetário Nacional apreciará os programas referidos no artigo anterior, em face das necessidades globais de moeda e crédito estimadas para elaboração do orçamento monetário, de que trata o inciso III, do art. 4º da Lei número 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e processará os **ajustamentos** que se evidenciarem necessários.

O resultado não foi outro que não o emprego dos orçamentos monetários no uso mais politicamente agradável de concessão de incentivos e subsídios a setores da economia⁵⁴ pautado sem a submissão aos representantes eleitos do Poder Legislativo, sob a coordenação do Conselho Monetário Nacional. Havia subsídios diretos às operações de comercialização de produtos agrícolas e indiretos à setores “prioritários” como agricultura, energia e exportação⁵⁵. Por óbvio, a existência de tal ingerência sobre o orçamento direcionado para a manutenção política monetária só é possível no cenário de submissão do Banco Central ao Poder Executivo, o que evidencia o autoritarismo do regime da época, em consonância com o exposto na seção 3. Este orçamento passou a ocupar gradativamente cada vez maior centralidade na condução das políticas desenvolvimentistas do governo, escanteando o orçamento fiscal.

A existência do orçamento monetário permitia ainda que o orçamento fiscal demonstrasse equilíbrio, maquiando os investimentos de natureza fiscal como se operações de crédito fossem. Ao mesmo tempo, no início da década de 70, havia alta liquidez no mercado internacional⁵⁶. Esta é a conjuntura responsável pelo aumento silencioso da dívida pública, não registrada no orçamento fiscal, e uma das heranças nefastas do regime. Era a contrapartida dos empréstimos efetuados por meio do orçamento monetário⁵⁷. Pode-se verificar o aumento do montante da dívida pública durante a vigência do orçamento monetário independente, ou seja, até 1985, no Anexo III. Foi neste ano que, pela primeira vez desde 1970, houve uma (pequena) retração no montante da dívida externa.

Sobretudo, a existência paralela ao orçamento fiscal do orçamento monetário, e ainda dos orçamentos das estatais e da previdência social, tornava inexequível uma boa gestão das finanças públicas. Com um orçamento universal⁵⁸, há tendência (i) de estimativa mais nítida das despesas e receitas do governo e, portanto, também maior clareza sobre o equilíbrio; (ii) de maior dificuldade na realização de manobras para acomodação de gastos ocultos; (iii) de

⁵⁴ NOGUEIRA, Denio. **Depoimento**. Brasília, Banco Central do Brasil, Programa de História Oral do CPDOC/FGV, 1993, p. 167.

⁵⁵ PISCITELLI, Roberto Bocaccio. O processo de elaboração e execução orçamentárias no Brasil: algumas de suas peculiaridades. **Revista de Economia Política**, vol. 8, nº 3, p. 88-100, 1998. p. 89.

⁵⁶ PEDRAS, Guilherme Binato Villela. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Dívida Pública: A experiência brasileira**. Brasília: Escola Nacional de Administração Pública, 2009, p. 70.

⁵⁷ ARAUJO, Victor Leonardo. A macroeconomia do governo Médici (1969-1974): uma contribuição ao debate sobre as causas do "milagre" econômico. **Economia Ensaios**. vol. 33, nº 1, p. 41-70, 2018, p. 49-50.

⁵⁸ Que contempla **todas** as fontes de receita e de despesa. Pode ser associado também com o princípio da unidade orçamentária, que prevê um único instrumento para contemplar toda a matéria orçamentária do ente. Aliado a estes, figura o princípio da exclusividade, que impede a inclusão de matéria estranha ao orçamento, o que prejudicaria sua clareza e compreensão.

fácil cognição da magnitude total do orçamento; (iv) de redução da complexidade e (v) de maior controle parlamentar⁵⁹.

Em 1985, na esteira de diversas reformas pressionadas pelo agigantamento da dívida combinado com a redução da liquidez no mercado global derivada dos choques do petróleo⁶⁰, o orçamento monetário é unificado com o orçamento fiscal da União, caminhando no sentido da recepção do princípio da universalidade orçamentária no Brasil⁶¹. Com esta medida, o orçamento passa a refletir efetivamente os gastos do governo, expondo o imenso déficit até então mascarado.

A universalização e unificação dos orçamentos públicos, consolidada na Constituição da República de 1988⁶², principia uma nova fase na governança orçamentária do país⁶³, marcada pela transparência que até então fora muito deficitária, sendo o primeiro passo que permitiria a posterior elaboração da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, a Lei de Responsabilidade Fiscal. Esta última é atualmente a principal norma infraconstitucional que estabelece os parâmetros para a condução das receitas e dos gastos dos entes federados, dentre os quais destacam-se (i) a transparência dos dados; (ii) o planejamento financeiro dos entes; e (iii) prestações de contas periódicas e sistematizadas⁶⁴.

Sem a Lei de Responsabilidade Fiscal, não seria possível calcular quaisquer critérios sem a visualização do orçamento como um todo a nível federal, contemplando todos os ativos e passivos pertencentes à União e à Administração Pública indireta. Do mesmo modo não seria possível cogitar a partir de um orçamento incompleto a elaboração de um Relatório de Gestão Fiscal, uma projeção adequada do limite de endividamento ou identificar o ponto de

⁵⁹ LOCHAGIN, Gabriel Loretto . A Unificação dos Orçamentos Públicos pela Constituição de 1988. In: CONTI, José Maurício; SCAFF, Fernando Facury (Org.). **Orçamentos Públicos e Direito Financeiro**. Ied. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, v. 1, p. 187-202. p. 197

⁶⁰ PEDRAS, Guilherme Binato Villela. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Dívida Pública: A experiência brasileira**. Brasília: Escola Nacional de Administração Pública, 2009, p. 70-71.

⁶¹ Não é possível falar em plena universalização do orçamento público dada a persistência dos orçamentos das estatais e dos orçamentos da previdência social em instrumentos distintos até a nova ordem constitucional de 1988.

⁶² Art. 165... § 5º A lei orçamentária anual compreenderá:

I - o orçamento fiscal referente aos Poderes da União, seus fundos, órgãos e entidades da administração direta e indireta, inclusive fundações instituídas e mantidas pelo Poder Público;

II - o orçamento de investimento das empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito a voto;

III - o orçamento da seguridade social, abrangendo todas as entidades e órgãos a ela vinculados, da administração direta ou indireta, bem como os fundos e fundações instituídos e mantidos pelo Poder Público.

⁶³ Na mesma toada, as reformas da década de 80 são responsáveis pela criação de órgãos como a Secretaria do Tesouro Nacional, da Conta Única do Tesouro Nacional e do sistema SIAFI, responsáveis pela otimização da governança pela perspectiva do Tesouro Nacional.

⁶⁴ NASCIMENTO, Edson Ronaldo e DEBUS, Ilvo. **Gestão Fiscal Responsável: Teoria e Prática da Lei de Responsabilidade Fiscal**, JM Editora, Curitiba, 2001, passim.

equilíbrio orçamentário. Entre as previsões desta Lei, figuram a necessidade de anexo específico às leis de diretrizes orçamentárias contendo os objetivos das políticas monetária, creditícia e cambial, inclusive a meta de inflação⁶⁵, e a explicação dos resultados das operações cambiais e de mercado aberto⁶⁶.

Desta feita, mister reconhecer as obrigatoriedades de organização, de transparência, de universalização e de unicidade dos orçamentos públicos como regras que influenciam positivamente a política monetária, permitindo que a gestão pública contemple os dados necessários para pautar seu comportamento. Há inclusive repercussões na esfera fiscal, considerando estes instrumentos como contribuintes dos vindouros superávits primários⁶⁷. Destarte, apesar de caminharem juntas e se influenciarem mutuamente, a distinção das políticas monetária e fiscal é variável, de maneira diretamente proporcional a sua eficácia.

5. AS RELAÇÕES ENTRE TESOUREIRO NACIONAL E BANCO CENTRAL: DA CONTA MOVIMENTO À EQUALIZAÇÃO CAMBIAL

A Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, ao atribuir competências de caráter público de agente financeiro do Tesouro Nacional ao Banco do Brasil em seu art. 19, previu também no § 1º do mesmo que seria remunerado adequadamente⁶⁸. Como meio para compensar esta atuação através do fornecimento dos recursos necessários à cobertura dos encargos suportados pelo Banco do Brasil, foi escolhida a “conta movimento”, ou alternativamente “conta de movimento”. Tratava-se de uma conta já pré-existente e que intermediava as relações da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc) com o Banco do Brasil, escolhida a princípio por falta de tempo para o desenho de novos mecanismos mais apropriados⁶⁹.

⁶⁵ Art. 4º A lei de diretrizes orçamentárias atenderá o disposto no § 2º do art. 165 da Constituição e: (...)

§ 4º A mensagem que encaminhar o projeto da União apresentará, em anexo específico, os objetivos das políticas monetária, creditícia e cambial, bem como os parâmetros e as projeções para seus principais agregados e variáveis, e ainda as metas de inflação, para o exercício subsequente.

⁶⁶ Art. 7º O resultado do Banco Central do Brasil, apurado após a constituição ou reversão de reservas, constitui receita do Tesouro Nacional, e será transferido até o décimo dia útil subsequente à aprovação dos balanços semestrais.

(...)

§ 3º Os balanços trimestrais do Banco Central do Brasil conterão notas explicativas sobre os custos da remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional e da manutenção das reservas cambiais e a rentabilidade de sua carteira de títulos, destacando os de emissão da União.

⁶⁷ GIUBERTI, Ana Carolina. **Instituições orçamentárias e política fiscal no Brasil: Governo Federal - 1965 a 2010**. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade de São Paulo. São Paulo, 2012, p. 212-213.

⁶⁸ Art. 19... § 1º - O Conselho Monetário Nacional assegurará recursos específicos que possibilitem ao Banco do Brasil S. A., sob adequada remuneração, o atendimento dos encargos previstos nesta lei.

⁶⁹ FRANCO, Gustavo Henrique de Barroso. **A moeda e a lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)**. Rio de Janeiro: Zahar, 2017, p. 408.

A peculiaridade desta conta era o suprimento automático, pelo Banco Central, a todos os débitos feitos pelo Banco do Brasil na conta movimento, uma vez que este último considerasse que as fontes dos débitos se enquadrassem na noção de “atendimento dos encargos previstos na lei”. Ocorre que quando o Banco Central realizava o crédito na conta movimento as somas eram introduzidas na economia, como se fosse um redesconto sem custo, aumentando a oferta monetária.

Sobreveio a Lei Complementar nº 12, de 8 de novembro de 1971⁷⁰, que trouxe uma configuração que agravou o cenário de incontinência da oferta monetária. O diploma afrouxava os mecanismos de emissão de títulos do Tesouro Nacional em favor do Banco Central e contra o Tesouro Nacional, bem como afastava a obrigatoriedade de inclusão destas operações de crédito no orçamento fiscal da União.

O crédito do Banco Central, por sua vez, poderia ser utilizado ilimitadamente como fonte de custeio para os débitos na conta movimento, completando um mecanismo de criação de dívida e expansão monetária, concluído quando do uso dos valores debitados na conta movimento nas políticas desenvolvimentistas do governo. Segundo Maílson da Nóbrega:

O “novo” arranjo institucional proporcionou ao Banco do Brasil a fase áurea de sua história. A partir de 1967, o CMN autorizou o banco a expandir sem limites determinadas classes de empréstimos em favor da agricultura, das exportações e da agroindústria. Na segunda metade dos anos 1970, o Banco passou a ser o oitavo maior estabelecimento de crédito do mundo, sem ter aumentado de forma importante a captação de recursos do público e sem provocar emissões explosivas de moeda. Não era milagre. O espetacular crescimento dos empréstimos foi possível graças ao uso da dívida pública (lei complementar 12/71) para suprir de recursos... o Banco do Brasil via conta de movimento... . Criou-se uma situação curiosa. O Orçamento da União era equilibrado, mas não incluía as dotações para crédito subsidiado e outros benefícios à agricultura, às exportações, à agroindústria, nem para a compra dos excedentes de café, dos açúcares de exportação e dos produtos abrangidos pela política de preços mínimos. Todos esses desembolsos tinham natureza inequivocamente fiscal, mas eram classificados na categoria de operações de crédito.⁷¹

⁷⁰ Art. 1º - As operações de crédito referentes à colocação e resgate de títulos do Tesouro Nacional, decorrentes do giro da dívida pública interna poderão ser realizadas independentemente de estimativa e fixação das respectivas receitas a despesas no orçamento anual, ressalvado o disposto no § 2º deste artigo...

Art. 2º - Compete ao Banco Central do Brasil a administração da dívida mobiliária interna da União, com expressa atribuição de assegurar o pagamento, nos respectivos vencimentos, do principal e acessórios dos títulos do Tesouro Nacional referidos nesta lei complementar.

Art. 3º - Fica o Ministro da Fazenda autorizado a promover a utilização de disponibilidades do Tesouro Nacional junto ao Banco Central do Brasil com a finalidade de nivelar a conta que registre o giro da dívida pública.

§ 1º - Aplica-se o disposto neste artigo na hipótese de as despesas com as operações autorizadas no art. 1º serem superiores às respectivas receitas.

§ 2º - Para efeitos do disposto neste artigo, **se o saldo das contas do Tesouro Nacional junto ao Banco Central do Brasil apresentar posição deficitária**, o Conselho Monetário Nacional poderá autorizar o Banco Central do Brasil **subscrever diretamente** títulos do Tesouro Nacional, em importância equivalente.

⁷¹ NÓBREGA, Maílson da. **O futuro chegou: instituições e desenvolvimento no Brasil**. Rio de Janeiro: Globo, 2005, p. 290. apud FRANCO, Gustavo Henrique de Barroso. **A moeda e a lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)**. Rio de Janeiro: Zahar, 2017, p. 411.

Em razão da existência da conta movimento, é possível afirmar que não foi até sua extinção que o Banco do Brasil deixou de ocupar a posição de autoridade monetária no país, concomitantemente com o Banco Central, dada sua capacidade em expandir a oferta monetária.

Esta extinção representa ainda o fim de uma válvula pela qual o Banco Central financiava os programas de governo cujo custeio deveria ser, em tese, responsabilidade do Tesouro Nacional. É cortado o cordão umbilical que nutria o Banco do Brasil⁷² através do Banco Central.

A nova ordem constitucional de 1988 viria a consagrar esta regra no art. 164, § 1º⁷³, constituindo a regra fundamental para o relacionamento entre Banco Central e Tesouro Nacional. O assentamento desta garantia dirime o risco de expansão da oferta monetária, uma que, como demonstrado, historicamente o financiamento do Tesouro Nacional pelo Banco Central acarreta em expansão da Base Monetária. Ela deve ser apreciada conjuntamente com o § 2º do mesmo art., que permite as operações de mercado aberto para que o Banco Central compre ou venda títulos de emissão do Tesouro Nacional com a finalidade exclusiva de regular a oferta da moeda ou a taxa de juros⁷⁴, capacitando-o para o desempenho de atividades inerentes à política monetária.

Entretanto, houve o surgimento de um novo mecanismo que poderia se enquadrar como financiamento indireto ao Tesouro Nacional: a equalização cambial. A origem desta possibilidade está na Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que atribuiu ao Banco Central a competência privativa de ser depositário das reservas internacionais⁷⁵, e cujo resultado das movimentações deve ser repassado ao Tesouro Nacional, por força da Lei de Responsabilidade Fiscal⁷⁶. Uma vez adotado o sistema de câmbio flutuante, no qual o Banco Central atua não de modo a determinar a taxa de câmbio, mas tão somente de manter a funcionalidade do mercado cambial⁷⁷, os valores representados por tais reservas estão sujeitos

⁷² E, em última instância, o Tesouro Nacional, dada a participação da União Federal como titular de 50% das ações do Banco do Brasil. BANCO DO BRASIL. **Composição Acionária**. n.p.

⁷³ Art. 164... § 1º É vedado ao Banco Central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira.

⁷⁴ Art. 164... § 2º O banco central poderá comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros.

⁷⁵ Art. 10. Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil: (...)

VIII - Ser depositário das reservas oficiais de ouro e **moeda estrangeira** (...).

⁷⁶ Art. 7º O resultado do Banco Central do Brasil, apurado após a constituição ou reversão de reservas, constitui receita do Tesouro Nacional, e será transferido até o décimo dia útil subsequente à aprovação dos balanços semestrais.

⁷⁷ HIGA, Ana Paula; AFONSO, José Roberto Rodrigues. **Algumas inter-relações da política fiscal com a monetária, cambial e creditícia no Brasil**. Brasília: Senado Federal, Consultoria Legislativa, 2009, passim.

a variações ocasionadas por diversas influências externas. Por tal razão, cabe apontar a variação do real em relação ao dólar⁷⁸ ao longo do século XXI, disponível no Anexo IV.

Combinada com a opção de aumentar as reservas internacionais a partir de 2005, como apresentada no Anexo V, a desvalorização do dólar em relação ao real nos anos imediatamente seguintes implicou em destruição de valores do balancete do Banco Central. Em resposta⁷⁹, foi editada medida provisória que resultou na Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008, prevendo a separação das operações cambiais das demais, sendo os resultados finais delas advindos suportados pelo Tesouro Nacional, de modo periódico⁸⁰. A alteração resultou na criação de um fluxo de caixa constante entre ambas as entidades.

Especificamente, quando o sentido era de transferência do Banco Central ao Tesouro Nacional, em cenário de valorização do dólar, eram concedidos valores ao erário a partir do patrimônio líquido do Banco Central, sem qualquer necessária redução da oferta monetária como contrapartida, o que acabava por expandi-la⁸¹. Possivelmente com ainda maior peso jurídico, havia a caracterização do financiamento vedado pelo art. 164, § 1º da Constituição, tal como foi entendido pela literatura:

O Fundo Monetário Internacional recomenda, contudo, que os ganhos de capital não realizados por meio de compra e venda de moeda estrangeira, quando transferidos ao Tesouro, sejam classificados como um item de financiamento, com base no argumento de que esse tipo de ganho não ‘representa nenhum recebimento adicional de recursos do exterior e nenhuma diminuição de direitos de outros sobre os recursos na economia’ [International Monetary Fund (1986, p. 105-6, 195 e 202)]. Os ganhos não realizados de capital distinguem-se, nesse sentido, de outras receitas não realizadas em dinheiro, tais como os juros capitalizados ou apropriados pelo critério de competência, que geram direitos para o Banco Central e, portanto, obrigações para o setor privado e resto do mundo. O efeito econômico da transferência ao Tesouro dos ganhos de capital não realizados por meio de compra e venda de moeda estrangeira seria semelhante à extensão de crédito por parte do Banco Central ao Tesouro. Para contornar esse efeito, o FMI recomenda que essa parte dos ganhos de capital, bem

⁷⁸ Parâmetro mundialmente utilizado para exprimir o valor das moedas.

⁷⁹ NASCIMENTO, Leandro Maciel do. **O relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil à luz do direito financeiro**: conta única do Tesouro Nacional, carteira de títulos e resultados do Banco Central. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de São Paulo. São Paulo. 2020. p. 275-276.

⁸⁰ Art. 6º O resultado financeiro das operações com reservas cambiais depositadas no Banco Central do Brasil e das operações com derivativos cambiais por ele realizadas no mercado interno, conforme apurado em seu balanço, será considerado:

I - se positivo, obrigação do Banco Central do Brasil com a União, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional; e

II - se negativo, obrigação da União com o Banco Central do Brasil, devendo ser objeto de pagamento até o décimo dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço pelo Conselho Monetário Nacional.

⁸¹ BRASIL. Tribunal de Contas da União (Plenário). **Acórdão nº 1.259/2011**. Processo nº 022.649/2009-4. Políticas monetária e cambial executadas pelo Bacen. Relator: Ministro Walton Alencar Rodrigues. 18 de mai. de 2011. n.p.

como das perdas correspondentes, seja retida em uma conta passiva especial no Banco Central⁸²

Em apreciação da matéria, o Tribunal de Contas da União, observando que o Banco Central não é capaz de emitir títulos próprios, conforme previsão da Lei de Responsabilidade Fiscal⁸³, ventilou a possibilidade de inconstitucionalidade dos incisos I e II, do art. 6º da Lei nº 11.803, de 6 de fevereiro de 2008, em razão de (i) contrariarem o § 1º do art. 7º da Lei de Responsabilidade Fiscal, que possui natureza de Lei Complementar e disciplina matéria reservada a este tipo; (ii) pois a origem da Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008 enquanto medida provisória não poderia tratar de matéria reservada à lei complementar; e sobretudo (iii) por constituir forma de financiamento do Tesouro Nacional pelo Banco Central⁸⁴.

O meio à disposição do Banco Central para compensar a liquidez injetada para a constituição das reservas internacionais era representado pelas operações compromissadas, similares a vendas temporárias de títulos da carteira do Banco Central com promessa de recompra, que geram obrigações e portanto endividam o Banco Central⁸⁵.

Mesmo após a estabilização das reservas internacionais, houve o contínuo crescimento do volume destas operações⁸⁶, consequência da consistência de resultados que ensejaram o fluxo contrário, isto é, de desvalorização do dólar. A equalização dada nesse sentido era realizada a partir da emissão de títulos em favor do Banco Central, o que aumentava a dívida pública no país. Como pode-se perceber pelo Anexo IV, este foi o cenário mais comum a partir de 2011, sendo responsável pela geração de mais de R\$ 77 bilhões em favor do Tesouro Nacional⁸⁷.

O fim deste mecanismo foi recentemente regulamentado pela Lei nº 13.820, de 2 de maio de 2019, que determinou uma nova forma de compensação dos resultados do Banco Central, com a apuração de um único resultado de todas as operações realizadas, sejam estas

⁸² MEYER, Arno. Lucro do banco central, remuneração da conta do tesouro e financiamento do déficit do tesouro nacional. In: Meyer, Arno (org.), **Finanças Públicas: Ensaios Selecionados**. Brasília: IPEA/FUNDAP, p. 151-207, 1997. apud BRASIL. Tribunal de Contas da União (Plenário). **Acórdão nº 1.259/2011**. Processo nº 022.649/2009-4. Políticas monetária e cambial executadas pelo Bacen. Relator: Ministro Walton Alencar Rodrigues. 18 de mai. de 2011. n.p.

⁸³ Art. 34. O Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar.

⁸⁴ BRASIL. Tribunal de Contas da União (Plenário). **Acórdão nº 1.259/2011**. Processo nº 022.649/2009-4. Políticas monetária e cambial executadas pelo Bacen. Relator: Ministro Walton Alencar Rodrigues. 18 de mai. de 2011. n.p.

⁸⁵ BRASIL. Senado Federal. Instituição Fiscal Independente. Relatório de Acompanhamento Fiscal – RAF n. 03/2017. Box 02: Considerações sobre o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Brasília: Senado Federal, abr. de 2017, p. 26.

⁸⁶ *Ibidem*, p. 26-28.

⁸⁷ CARVALHO JÚNIOR, Antônio Carlos d'Ávila. **Estudo Técnico n. 04/2018**. Consultoria da Câmara dos Deputados. Brasília: Câmara dos Deputados, 2018. p. 37-38. apud CONTI, José Maurício. Banco Central e Tesouro: relações íntimas, mas que precisam ser públicas e transparentes. Jota. 27 de jun. de 2019. n.p.

cambiais ou de mercado aberto⁸⁸. A partir de então, havendo resultado positivo, o Banco Central deverá ainda realizar o pagamento do montante à União, mas a fração deste resultado correspondente às operações cambiais constituirão a “reserva de resultado”⁸⁹, em termos próximos do idealizado pela literatura internacional⁹⁰. Esta reserva será a fonte primária de cobertura dos resultados negativos, seguida do próprio patrimônio do Banco Central⁹¹. Residualmente, é prevista a constituição de obrigação da União⁹².

A partir da adoção desta nova política de equalização em 2019, é perceptível uma mais acelerada redução no montante da dívida do Banco Central, sendo demonstrado no Anexo VI, devendo ser considerada a tendência pré-existente.

Desta maneira, a atuação do Banco Central na política monetária e cambial têm seu impacto na política fiscal reduzido, afastando ainda mais os valores direcionados para a execução de cada uma, e eliminando resquícios da confusão entre seus instrumentos.

CONCLUSÕES

A política monetária, cujo foco é manter a estabilidade dos preços, guarda influência direta com a saúde fiscal do Estado e com as condições de mercado, irradiando seus efeitos sobre todos os indivíduos inseridos na economia. Considerando os objetivos fundamentais da República, tais quais a garantia do desenvolvimento nacional e a erradicação da pobreza, é possível aferir que uma política monetária não destrutiva é pressuposto para sua consecução.

Em uma economia baseada na moeda fiduciária, para a elaboração e execução de uma política monetária adequada frente a diversidades de interesses incidentes sobre ela, é essencial a existência de um banco central com a competência de manter a estabilidade da moeda, exclusive todas as funções antagônicas a esta finalidade. O banco central deve contar ainda com alto grau de autonomia, permitindo que sua atuação não seja subjugada pelo governo, o que pode por vezes frustrar a execução da política monetária estabelecida. No

⁸⁸ NASCIMENTO, Leandro Maciel do. **O relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil à luz do direito financeiro**: conta única do Tesouro Nacional, carteira de títulos e resultados do Banco Central. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de São Paulo. São Paulo. 2020. p. 282.

⁸⁹ Art. 3º A parcela do resultado positivo apurado no balanço semestral do Banco Central do Brasil que corresponder ao resultado financeiro positivo de suas operações com reservas cambiais e das operações com derivativos cambiais por ele realizadas no mercado interno, observado o limite do valor integral do resultado positivo, será destinada à constituição de reserva de resultado.

⁹⁰ KENNETH, Sullivan. Profits, dividends and capital: considerations for central banks. **Accounting standards for central banks**. London: Central Banking Publ., p. 69-88, 2003, passim.

⁹¹ Art. 4º O resultado negativo apurado no balanço semestral do Banco Central do Brasil será coberto, sucessivamente, mediante:

I – reversão da reserva de resultado constituída na forma do art. 3º desta Lei;

II – redução do patrimônio institucional do Banco Central do Brasil.

⁹² § 3º Caso o procedimento previsto no caput deste artigo não seja suficiente para a cobertura do resultado negativo, o saldo remanescente será considerado obrigação da União com o Banco Central do Brasil, devendo ser objeto de pagamento até o 10º (décimo) dia útil do exercício subsequente ao da aprovação do balanço.

Brasil, a Lei Complementar 179, de 14 de fevereiro de 2021 trouxe festejáveis avanços ao estabelecer diversas garantias para a instituição e seus dirigentes. Oportuno ressaltar que a autonomia desejada é meramente a concernente à política monetária, na qual não está inserida a responsabilidade pelos empréstimos de última instância, que seriam de obrigação do Tesouro Nacional.

De modo a permitir que a política monetária seja traçada, indispensável a disponibilidade dos dados a ela relativos. Decorrente desta constatação, o entendimento de que organização e a transparência na governança são condicionais para que o rigor científico seja atingido. Esses mesmos aspectos garantem ainda que as finalidades da política monetária não se confundirão com quaisquer outras, o que, como demonstrado, tende a ocasionar prejuízos para ambas. No Brasil, a unidade orçamentária foi prevista constitucionalmente, conforme a redação do Art. 165, § 5º, enquanto diversos critérios de transparência e de garantia do seu equilíbrio foram complementados pela Lei de Responsabilidade Fiscal.

A emissão de moedas ou outras formas de expansão da oferta monetária, ainda que autorizadas, devem observar estreito comedimento. Se seguida a Teoria Quantitativa da Moeda, este processo seria tão mais assegurado quanto fosse prevista pelo ordenamento a obrigatoriedade de constituição de reservas equivalentes à emissão, mas há discussões sobre a aplicabilidade desta teoria na economia contemporânea.

Uma das vedações mais relevantes para preservar as restrições do aumento desenfreado da oferta monetária é a do financiamento, direto ou indireto, do Tesouro Nacional pelo Banco Central, gravada no art. 164, § 1º, da Constituição da República. Até então, a existência de um canal direto como a conta movimento gerou expansão da oferta monetária e endividamento além do controle da instituição. Após o estabelecimento da regra, houveram subterfúgios por meio da equalização cambial que poderiam ser descritos como financiamento indireto à União, com consequências semelhantes. A Lei nº 13.820, de 2 de maio de 2019, dá fim à compensação automática e cria novos desenhos para tornar mais nítida a distinção entre as políticas monetária, cambial e fiscal.

A evolução e complexificação dos instrumentos da política monetária exige constante vigia. Algumas medidas como o “orçamento de guerra”, tal qual projetado pela Emenda Constitucional nº 106, de 7 de maio de 2020, ameaçam o retorno dos institutos que engendram o afrouxamento quantitativo da moeda⁹³. Outras, como a recorrente prática de

⁹³ FRANCO. Gustavo Henrique de Barroso. **Os riscos do Orçamento monetário de guerra**. Brazil Journal. 31 de jul. de 2021. n.p.

“contabilidade criativa” na Administração Pública⁹⁴, visam maquiar e distorcer os orçamentos e prejudicar suas funções intrínsecas. Os problemas que estas políticas visam resolver podem ser legítimos, mas as respostas devem observar as experiências passadas, dispensável o retorno de estruturas jurídicas conhecidamente destrutivas.

⁹⁴ CONTI, José Maurício. **Levando o direito financeiro a sério: a luta continua**. São Paulo: Blucher, 2019, p. 388-389.

REFERÊNCIAS

ALESINA, Albert. SUMMERS, Lawrence. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 25, Nº 2, p. 151-162, 1993.

ARAUJO, Victor Leonardo. A macroeconomia do governo Médici (1969-1974): uma contribuição ao debate sobre as causas do "milagre" econômico. **Economia Ensaios**. vol. 33, nº 1, p. 41-70, 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Circular nº 2.698, de 20 de junho de 1996**. Brasília: 1996. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Circular&numero=2698>>. Acesso em: 27 de abr. de 2022.

_____. Departamento de Estatísticas. **Nota Técnica do Banco Central do Brasil nº 48: Revisão Metodológica das Estatísticas de Meios de Pagamento**. Brasília, 2018. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/notastecnicas/NT%2048_Dstat_Dimob_novembro_2018.pdf>. Acesso em: 22 de mar. de 2022.

_____. **Séries Temporais**. 2022. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 27 de abr. de 2022.

BANCO DO BRASIL. **Composição Acionária**. n.p. Disponível em: <<https://ri.bb.com.br/o-banco-do-brasil/composicao-acionaria/>>. Acesso em 28 de abr. de 2022.

BATISTA, Vera. **Presidente do Banco Central volta a ganhar status de ministro**. Correio Braziliense. 9 de set. de 2021. Disponível em: <<https://www.correiobraziliense.com.br/economia/2021/09/4948552-presidente-do-banco-central-volta-a-ganhar-status-de-ministro.html>>. Acesso em 20 de abr. de 2022.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília: Presidência da República, 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em 28 de abr. de 2022.

_____. **Decreto nº 62.796, de 30 de maio de 1968**. Cria, no Ministério da Fazenda, a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), extingue a Secretaria Central de Controle Interno (SECIN), e dá outras providências. Brasília: Diário Oficial da União, Seção 1, 31 de mai. de 1968, p. 4443.

_____. **Decreto nº 92.452, de 10 de março de 1986**. Cria, no Ministério da Fazenda, a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), extingue a Secretaria Central de Controle Interno (SECIN), e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, 1986. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/1980-1989/1985-1987/d92452.htm#:~:text=D%20CRETO%20N%C2%BA%2092.452%2C%20DE%2010%20DE%20MAR%C3%87O%20DE%201986.&text=Cria%2C%20no%20Minist%C3%A9rio%20da%20Fazenda,%2C%20e%20d%C3%A1%20outras%20provid%C3%AAs>. Acesso em 28 de abr. de 2022.

_____. **Decreto nº 98.872, de 23 de dezembro de 1986.** Dispõe sobre a unificação dos recursos de caixa do Tesouro Nacional, atualiza e consolida a legislação pertinente e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, 1986. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d93872.htm>. Acesso em 28 de abr. de 2022.

_____. **Decreto-Lei nº 4.792, de 5 de outubro de 1942.** Restringe a faculdade emissora do Tesouro e amplia as atribuições da Carteira de Redesconto. Brasília: Presidência da República, 1942. Disponível em: <[planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1937-1946/del7293.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1937-1946/del7293.htm)>. Acesso em 28 de abr. de 2022.

_____. **Decreto-Lei nº 7.293, de 2 de fevereiro de 1945.** Cria a Superintendência da Moeda e do Crédito, e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, 1945. Disponível em: <[planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1937-1946/del7293.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1937-1946/del7293.htm)>. Acesso em 28 de abr. de 2022.

_____. **Emenda Constitucional nº 40, de 29 de maio de 2003.** Altera o inciso V do art. 163 e o art. 192 da Constituição Federal, e o caput do art. 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias. Brasília: Presidência da República, 2003. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc40.htm>. Acesso em 28 de abr. de 2022.

_____. **Emenda Constitucional nº 106, de 7 de maio de 2020.** Institui regime extraordinário fiscal, financeiro e de contratações para enfrentamento de calamidade pública nacional decorrente de pandemia. Brasília: Presidência da República, 2020. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc106.htm#:~:text=EMEND%20CONSTITUCIONAL%20N%C2%BA%20106%2C%20DE%207%20DE%20MAIO%20DE%202020&text=Institui%20regime%20extraordin%C3%A1rio%20fiscal%20financeiro.do%20%C2%A7%203%C2%BA%20do%20art>. Acesso em 28 de abr. de 2022.

_____. **Lei nº 4.182, de 13 de novembro de 1920.** Autoriza o Governo a fazer uma emissão de papel-moeda. Brasília: Presidência da República, 1920. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm>. Acesso em 28 de abr. de 2022.

_____. **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: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm>. Acesso em 28 de abr. de 2022.

_____. **Lei nº 13.820, de 2 de maio de 2019.** Dispõe sobre as relações financeiras entre a União e o Banco Central do Brasil e sobre a carteira de títulos mantida pelo Banco Central do Brasil para fins de condução da política monetária. Brasília: Presidência da República, 2019. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13820.htm>. Acesso em 28 de abr. de 2022.

_____. **Lei nº 13.982, de 2 de abril de 2020.** Altera a Lei nº 8.742, de 7 de dezembro de 1993, [...] e estabelece medidas excepcionais de proteção social a serem adotadas durante o período de enfrentamento da emergência de saúde pública de importância internacional decorrente do coronavírus (Covid-19) [...]. Brasília: Presidência da República, 2020. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/l13982.htm>. Acesso em 28 de abr. de 2022.

_____. **Lei Complementar nº 12, de 8 de novembro de 1971.** Regula o art. 69 da Constituição, e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, 1971. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp12.htm#:~:text=LEI%20COMPLEMENTAR%20N%C2%BA%2012%2C%20DE%208%20DE%20NOVEMBRO%20DE%201971&text=Regula%20o%20art..Art>. Acesso em 28 de abr. de 2022.

_____. **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:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm#:~:text=LEI%20COMPLEMENTAR%20N%C2%BA%20179%2C%20DE%2024%20DE%20FEVEREIRO%20DE%202021&text=Define%20os%20objetivos%20do%20Banco,31%20de%20dezembro%20de%201964>. Acesso em 28 de abr. de 2022.

_____. Presidência da República. **Razões do veto parcial ao Projeto de Lei na Câmara nº 15/63 (no Senado nº 207/64).** Brasília: Presidência da República, 1964. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/Mensagem_Veto/anterior_98/Vep844-L4595-64.pdf>. Acesso em 25 de mar. de 2022.

_____. Senado Federal. Instituição Fiscal Independente. **Relatório de Acompanhamento Fiscal – RAF n. 03/2017.** Box 02: Considerações sobre o relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Brasília: Senado Federal, abr. de 2017.

_____. Tribunal de Contas da União (Plenário). **Acórdão nº 1.259/2011.** Processo nº 022.649/2009-4. Políticas monetária e cambial executadas pelo Bacen. Relator: Ministro Walton Alencar Rodrigues. 18 de mai. de 2011. Disponível em:

<<https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-1179242%22>>. Acesso em: 22 de mar. de 2022.

BRITTO, Ana Claudia Coutinho. **A Evolução das Instituições Monetárias Brasileiras e a Independência do Banco Central hoje.** Monografia de Conclusão de Curso. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2010.

CARVALHO JÚNIOR, Antônio Carlos d'Ávila. Estudo Técnico n. 04/2018. Consultoria da Câmara dos Deputados. Brasília: Câmara dos Deputados, 2018. p. 37-38.

CONTI, José Maurício. **Banco Central e Tesouro: relações íntimas, mas que precisam ser públicas e transparentes.** Jota. 27 de jun. de 2019. Disponível em:

<<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-fiscal/banco-central-e-tesouro-relacoes-intimas-mas-que-precisam-ser-publicas-e-transparentes-27062019#sdfootnote7anc>>.

Acesso em 20 de abr. de 2022.

_____. **Levando o direito financeiro a sério: a luta continua.** São Paulo: Blucher, 2019.

CONTI, José Maurício. RODRIGUES, Diogo Luiz Cordeiro. O Direito Financeiro e a Constituição de 1988: passado, presente e futuro. **Revista Jurídica da Procuradoria-Geral do Estado do Paraná**, Curitiba, nº 10, p. 253-282, 2019.

FIGUEIREDO FILHO, João Sidney. **Políticas Monetária, Cambial e Bancária no Brasil sob a gestão do Conselho da SUMOC, de 1945 a 1955.** Dissertação de Mestrado em Economia, Universidade Federal Fluminense: Niterói, 2005.

FREIRE, Tâmara. **Brasil registra para março a maior inflação em 28 anos**. Agência Brasil. 8 de abr. de 2022. Disponível em <<https://agenciabrasil.ebc.com.br/radioagencia-nacional/economia/audio/2022-04/brasil-registra-em-marco-maior-inflacao-desde-2003>>. Acesso em 20 de abr. de 2022.

FRANCO, Gustavo Henrique de Barroso. **A moeda e a lei**: uma história monetária brasileira (1933-2013). Rio de Janeiro: Zahar, 2017.

_____. **Os riscos do Orçamento monetário de guerra**. Brazil Journal. 31 de jul. de 2021. Disponível em: <<https://braziljournal.com/os-riscos-do-orcamento-monetario-de-guerra>>. Acesso em 28 de abr. de 2022.

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (FGV). Instituto Brasileiro de Economia (IBRE). **Séries históricas**. 2022. Disponível em: <<https://extra-ibre.fgv.br/IBRE/sitefgvdados/default.aspx>>. Acesso em 27 de abr. de 2022.

GIUBERTI, Ana Carolina. **Instituições orçamentárias e política fiscal no Brasil**: Governo Federal - 1965 a 2010. Tese (Doutorado em Economia) – Universidade de São Paulo. São Paulo. 2012.

HIGA, Ana Paula; AFONSO, José Roberto Rodrigues. **Algumas inter-relações da política fiscal com a monetária, cambial e creditícia no Brasil**. Brasília: Senado Federal, Consultoria Legislativa, 2009.

KENNETH, Sullivan. Profits, dividends and capital: considerations for central banks. **Accounting standards for central banks**. London: Central Banking Publ., p. 69-88, 2003.

LIJPHART, Arend. Central Banks: Independence versus Dependence. In: _____. **Patterns of Democracy**: Government Forms and Performance in Thirty-Six Countries. New Haven: Yale University Press, 1999.

LOCHAGIN, Gabriel Loretto . A Unificação dos Orçamentos Públicos pela Constituição de 1988. In: CONTI, José Maurício; SCAFF, Fernando Facury (Org.). **Orçamentos Públicos e Direito Financeiro**. 1ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, v. 1, p. 187-202.

MANKIWI, Nicholas Gregory. **Macroeconomics**. Worth Publishers: 2009.

MEYER, Arno. Lucro do banco central, remuneração da conta do tesouro e financiamento do déficit do tesouro nacional. In: MEYER, Arno (org.), **Finanças Públicas: Ensaios Selecionados**. Brasília: IPEA/FUNDAP, p. 151-207, 1997.

NASCIMENTO, Edson Ronaldo e DEBUS, Ilvo. **Gestão Fiscal Responsável**: Teoria e Prática da Lei de Responsabilidade Fiscal, JM Editora, Curitiba, junho de 2001.

NASCIMENTO, Leandro Maciel do. **O relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil à luz do direito financeiro**: conta única do Tesouro Nacional, carteira de títulos e resultados do Banco Central. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de São Paulo. São Paulo. 2020.

NÓBREGA, Maílson da. **O futuro chegou**: instituições e desenvolvimento no Brasil. Rio de Janeiro: Globo, 2005.

NOGUEIRA, Denio. **Depoimento**. Brasília: Banco Central do Brasil, Programa de História Oral do CPDOC/FGV, 1993.

ORENSTEIN, Luiz; SOCHACZEWSKI, Antonio Claudio. Democracia com desenvolvimento: 1956-1961. In: ABREU, Marcelo de P. (Org.). **A ordem do progresso**. Dois séculos de política econômica no Brasil. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

PEDRAS, Guilherme Binato Villela. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Dívida Pública: A experiência brasileira**. Brasília: Escola Nacional de Administração Pública, 2009.

PISCITELLI, Roberto Bocaccio. O processo de elaboração e execução orçamentárias no Brasil: algumas de suas peculiaridades. **Revista de Economia Política**, vol. 8, nº 3, p. 88-100, 1998.

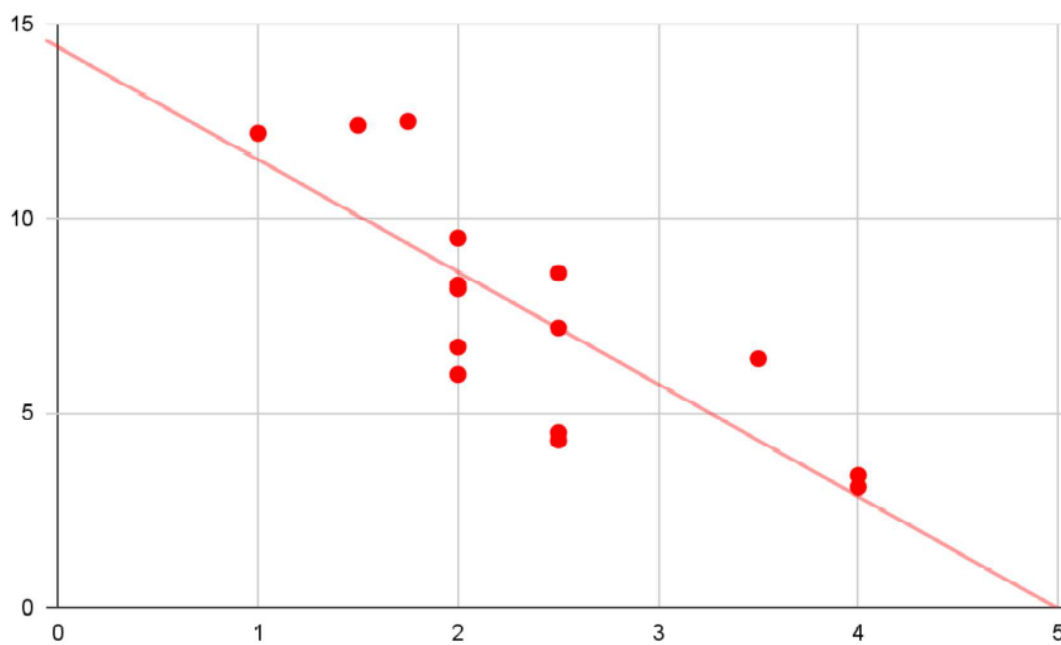
THE ECONOMIST. Rich countries try radical economic policies to counter covid-19. 26 de mai. de 2020. Disponível em: <<https://www.economist.com/briefing/2020/03/26/rich-countries-try-radical-economic-policies-to-counter-covid-19>>. Acesso em 27 de abr. de 2022.

THE WORLD BANK. DataBank. Brazil. 2022. Disponível em: <<https://data.worldbank.org/country/brazil?view=chart>>. Acesso em 27 de abr. de 2022.

WILLIAMS, Michael J., et al. **Government Cash Management: Its Interaction with Other Financial Policies**. International Monetary Fund: Fiscal Affairs Dept., 2010. Disponível em <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2010/tnm1013.pdf>>. Acesso em 02 de abr. de 2022.

ANEXO I

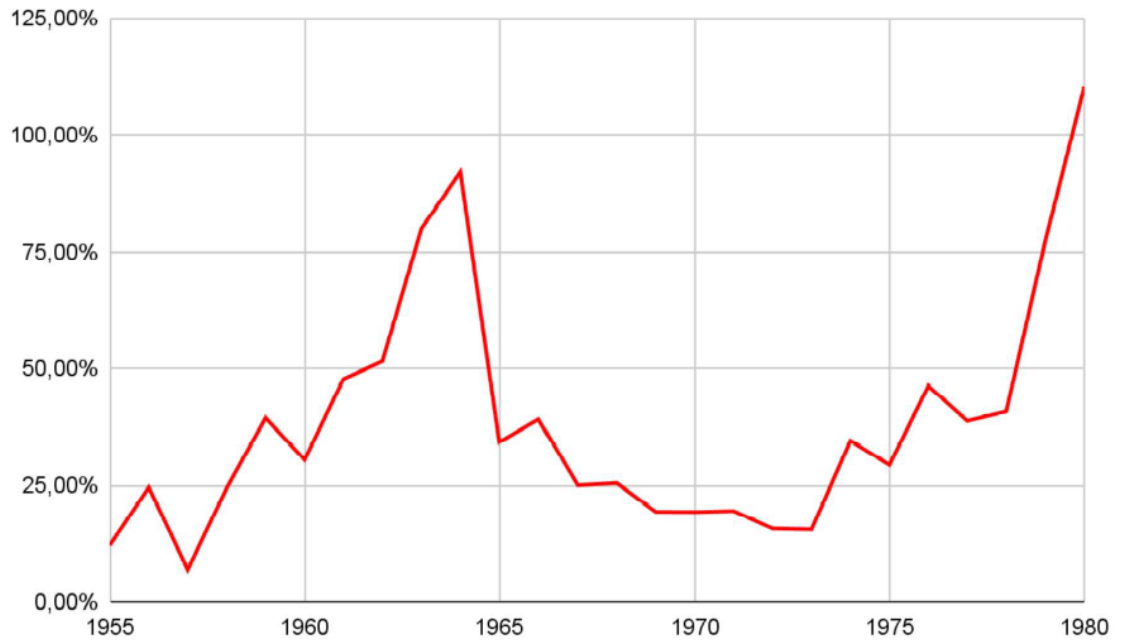
Gráfico 1 - Relação entre independência do banco central e inflação



Fonte: adaptada de ALESINA, Albert. SUMMERS, Lawrence. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 25, Nº 2, p. 151-162, 1993. p. 155.

ANEXO II

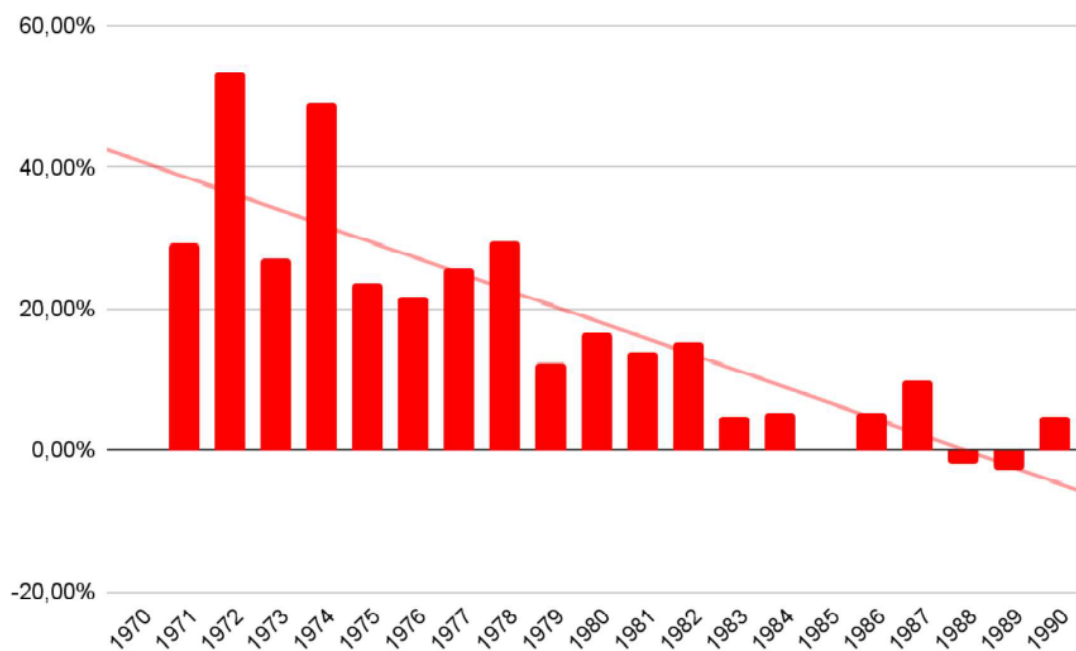
Gráfico 2 - Inflação anual no Brasil medida conforme o IGP-DI (1955-1980)



Fonte: FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS (FGV). Instituto Brasileiro de Economia (IBRE). **Séries históricas**. 2022.

ANEXO III

Gráfico 3 - Variação da dívida pública em relação ao ano anterior (1971-1990)

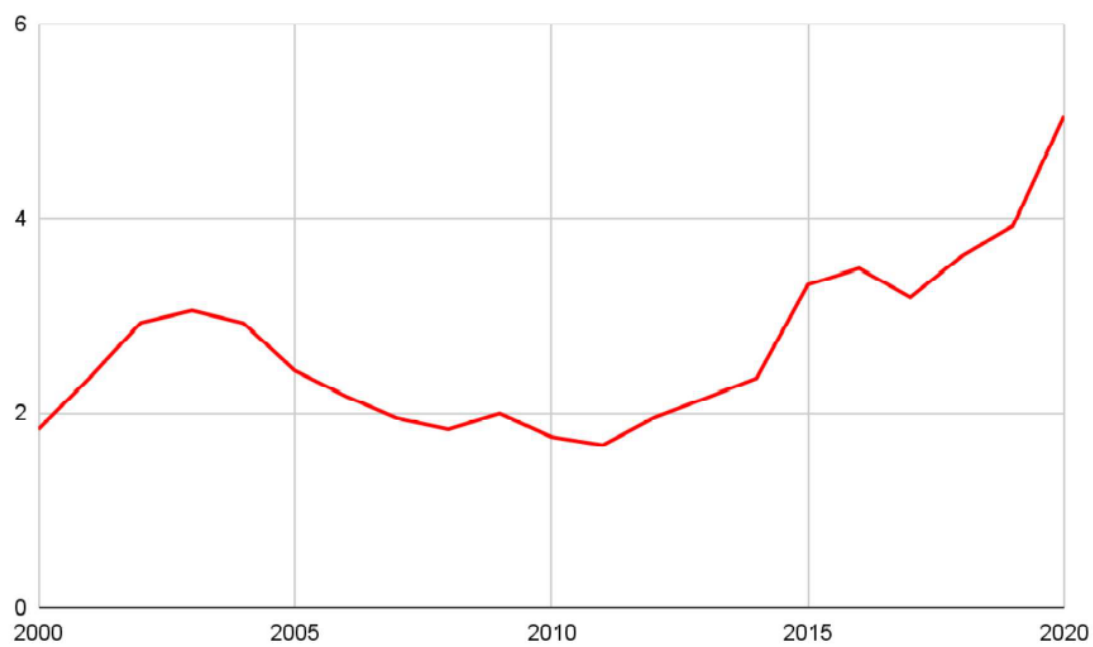


Fonte: THE WORLD BANK. DataBank. **Brazil**. 2022.

Nota: os valores utilizados para o cálculo do percentual foram do total da dívida externa, considerados conforme seu valor em dólares americanos atualizados.

ANEXO IV

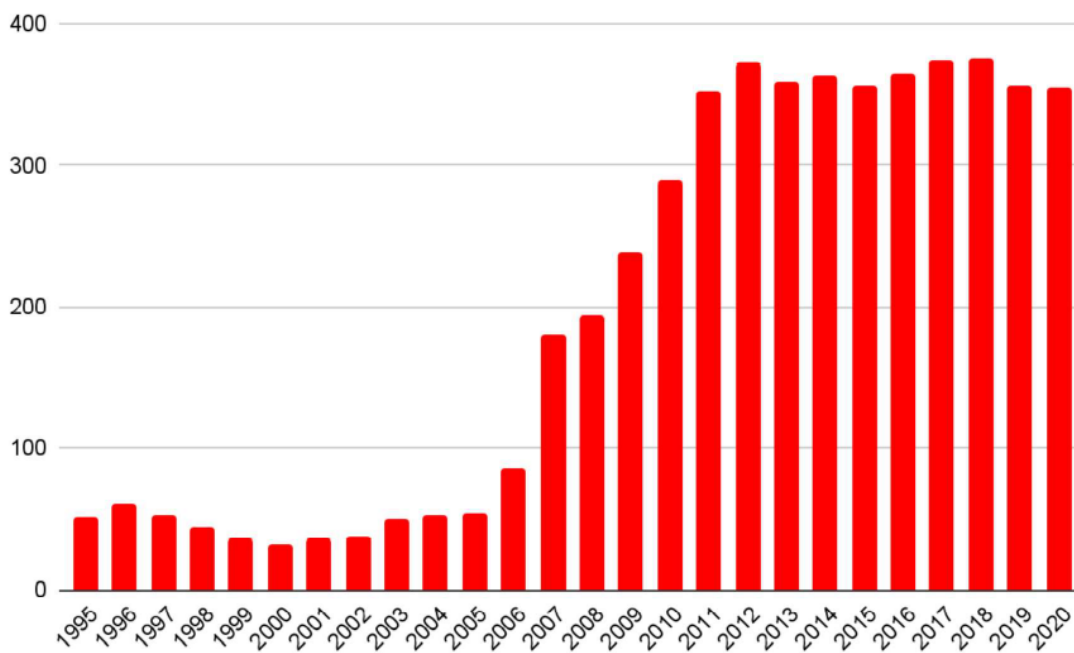
Gráfico 4 - Valor do real em relação ao dólar (2000-2020)



Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Séries Temporais*. 2022.

ANEXO V

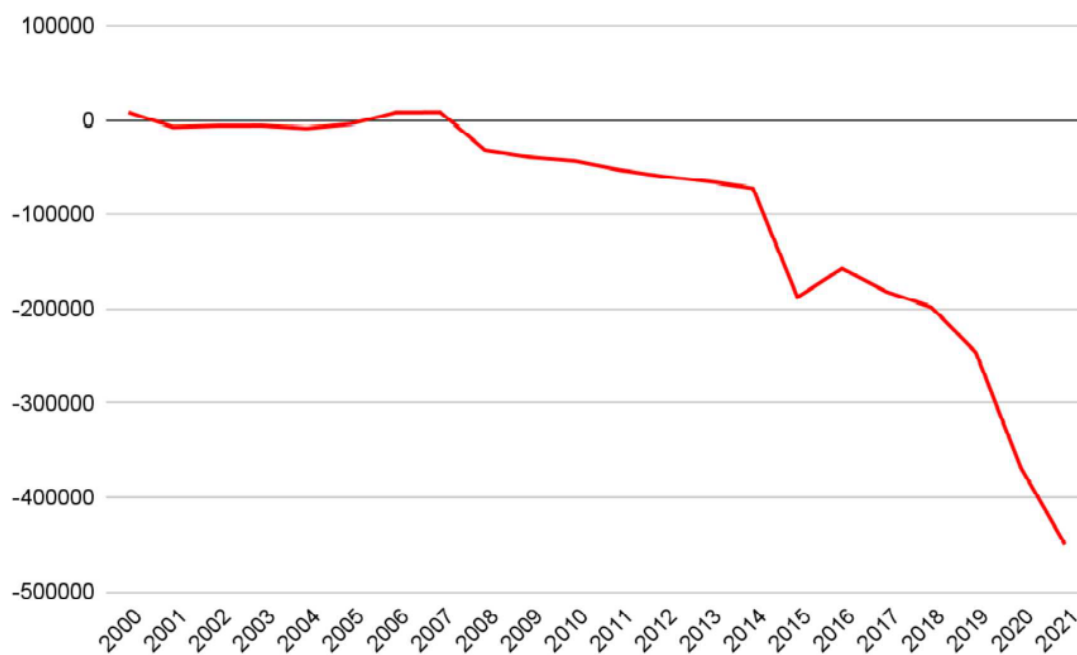
Gráfico 5 - Reservas internacionais em US\$ milhões (1990-2020)



Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries Temporais**. 2022.

ANEXO VI

Gráfico 6 - Endividamento do Banco Central em R\$ milhões (2000-2021)



Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries Temporais**. 2022.

Nota: os valores para cada ano foram os estoques apurados em dezembro