



## Objetivos múltiplos do Banco Central: como se articulam e se medem

Em artigo nesta **ConJur**, Élidea Graziane Pinto [convida a discutir os efeitos da atuação do Banco Central](#) sobre a dívida pública. Sustenta que a autonomia que a Lei Complementar (LC) 179, de 2021, lhe outorgou estaria desacompanhada de critérios e procedimentos para aferir a efetivação dos seus objetivos legais. Para sanar o problema, defende a edição de decreto disciplinando a articulação entre as suas finalidades e a aferição do desempenho dos seus dirigentes em atingi-las.

A compreensão e a crítica de como os objetivos institucionais do BC se encadeiam e de como se mede o sucesso em alcançá-los exigem familiaridade com o regime jurídico do Bacen e com os conceitos econômicos e financeiros que o informam.

Com esse intuito, este artigo discute as mudanças da LC 179 ao mandato do BC, isto é, aos seus objetivos e funções. De início, aborda a evolução do mandato do BC em relação ao regime jurídico anterior. A seguir, discorre sobre os seus objetivos e sobre os critérios e meios para aferir a sua efetivação. Por fim, discute a remoção dos seus dirigentes por insuficiência de desempenho para atingir os fins do BC.

### A evolução do mandato do BC

A LC 179 atribuiu objetivos próprios ao BC: um primário — assegurar a estabilidade de preços — e quatro secundários e concorrentes — zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego. Também lhe confiou o manejo quase pleno das políticas mais relevantes para o controle da inflação, como se verá.

Anteriormente, sob a Lei 4.595, de 1964, o objetivo do BC cingia-se a cumprir as normas do Conselho Monetário Nacional (CMN), expedidas na formulação da política da moeda e do crédito (PMC). Esta consistia num conjunto de funções de controle dos mercados monetário, cambial e creditício visando ao progresso econômico e social.

Tais funções abrangiam o controle do volume de dinheiro em circulação via a emissão monetária, os depósitos compulsórios e as operações de assistência de liquidez e com títulos públicos. Também compreendiam a política cambial, a regulação e a supervisão bancária, e a vigilância do sistema financeiro.

Cada uma dessas funções possuía fins específicos e concorrentes entre si, ficando a sua priorização sob a alçada do CMN, na ausência de parâmetros legais. Esses propósitos abrangiam a prevenção de surtos inflacionários ou deflacionários, a prevenção de depressões econômicas e outros desequilíbrios conjunturais, o equilíbrio dos pagamentos externos, o desenvolvimento inter-regional harmônico, a eficiência do sistema de pagamentos, e a liquidez e a solvência bancária.

Reprodução



A LC 179 suprimiu do âmbito da PMC as funções e os objetivos relativos ao controle do mercado monetário, atualizando a sua concepção econômica e transferindo a sua titularidade do CMN para o BC. Assim, a política de agregados monetários deu lugar à política de juros, os objetivos concorrentes de outrora condensaram-se na estabilidade de preços, e tanto aquela função como este objetivo passaram para a responsabilidade do BC.

Ademais, este adquiriu plenos poderes sobre os instrumentos relevantes para a execução da política monetária, nomeadamente a emissão de moeda, os depósitos compulsórios e voluntários, a assistência de liquidez, e as operações com títulos públicos.

Não obstante extrair a política monetária da esfera da PMC e, por consequência, do CMN, a LC 179 manteve a competência deste para estabelecer as metas de política monetária. Como resultado, privou o BC de definir os contornos do seu principal objetivo, a estabilidade de preços, determinando as metas de inflação.

Detrás dessa escolha do legislador está a concepção de que o poder político é quem teria legitimidade para definir o nível de inflação ótimo para a sociedade, partindo do pressuposto de que mais inflação levaria a menos desemprego. No entanto, a relação que outrora existiu entre os níveis de inflação e de desemprego já não se verifica.

Por essa razão, na prática internacional os próprios bancos centrais detêm competência para interpretar o seu mandato de estabilidade de preços, fixando as metas e as estratégias de política monetária. É o que se passa, por exemplo, com o Banco Central Europeu (BCE) e a Reserva Federal (FED) dos Estados Unidos, os quais regularmente revisam as suas metas e estratégias de política monetária [\[1\]](#).

No que tange ao controle do mercado cambial, a LC 179 foi menos harmônica. Por um lado, suprimiu a regulação do valor externo da moeda do domínio da PMC. Mas, por outro lado, manteve a atribuição do CMN de disciplinar a política cambial, aí incluída a definição do regime pertinente: fixo, flutuante, ou administrado. A manutenção dessa atribuição na esfera do CMN furta ao BC a escolha do regime cambial mais adequado para controlar a inflação.

É que o regime cambial delimita a eficácia da política de juros em controlar a inflação. *Grosso modo*, a taxa de juros é eficaz no regime de câmbio flutuante, mas não no regime de câmbio fixo, a menos que haja controles de capitais. Já no regime de câmbio administrado, a taxa de juros é menos eficaz do que no regime flutuante, e a política monetária passa a depender de dois instrumentos: o câmbio e os juros. Dada a condicionante entre as políticas cambial e monetária e o controle da inflação, o poder de disciplinar a primeira deveria corresponder ao BC.



Em relação ao controle da atividade creditícia, o terceiro pilar da PMC, a LC 179 manteve-o inalterado. O CMN continuou a cargo de formular a regulação prudencial e de disciplinar o exercício da supervisão bancária e da vigilância do mercado financeiro pelo BC. Essa opção por manter o *status quo* não se harmoniza à decisão de tornar o BC responsável pela estabilidade financeira.

Isso porque as funções que permaneceram a cargo do CMN estão afetas justamente à persecução da estabilidade financeira, devendo, pois, ser da competência do BC. Essa desconexão entre objetivo e funções é agravada pelo fato de que os objetivos legais do CMN na formulação da PMC não correspondem à estabilidade financeira [\[2\]](#).

## Os objetivos do BC e a sua interação

A estabilidade de preços é considerada atualmente a finalidade primária dos bancos centrais, seguida, secundariamente, pela estabilidade do sistema financeiro. A atribuição de outros objetivos é desaconselhada, a fim de preservar a eficiência da sua atuação. Contudo, qualquer que seja o número de objetivos, é essencial que a lei estabeleça a sua ordem de prioridade, vinculando o banco central à valoração do legislador e definindo balizas para a sua atuação e prestação de contas.

No caso brasileiro, a LC 179 conferiu prioridade apenas à estabilidade de preços, tratando os demais objetivos como concorrentes entre si implicitamente. Na prática, isso significa que, ao sopesar a adoção de políticas que possam afetar os seus objetivos de maneira distinta, o BC deverá decidir pela que seja mais compatível com o controle da inflação. Na hipótese de esse estar assegurado, terá então liberdade para privilegiar qualquer dos outros objetivos subsidiários.

Isso não significa que, ao perseguir a estabilidade de preços, o BC possa descurar dos demais objetivos, sob pena de gerar custos sociais superiores ao do cenário inflacionário ou deflacionário combatido. Por exemplo, seria contraproducente elevar a taxa de juros a ponto de estressar o sistema bancário e prejudicar os canais de transmissão da política monetária, ou de produzir uma recessão de impacto superior ao benefício obtido com a queda da inflação. O mesmo cálculo se aplica a uma redução tão intensa dos juros para debelar uma deflação que elevasse o apetite por risco do sistema financeiro para além de limites toleráveis.

Spacca

Estes exemplos ilustram como a estabilidade financeira e a suavização dos ciclos econômicos podem integrar as políticas de estabilidade de preços. Contudo, não se pode antever como as três variáveis se apresentarão em conjunturas distintas, não havendo como normatizar *ex ante* a sua interação. A melhor técnica teria sido conferir prioridade legal à estabilidade financeira, conforme a prática consolidada após a crise financeira global. Na falta dessa hierarquização, é incerta a ordem de importância que o BC lhes atribuirá ao definir a estratégia de controle da inflação.

Essa incerteza é intensificada pela inscrição da eficiência financeira e do pleno emprego como objetivos concorrentes aos outros dois. Tome-se o cotejo entre a estabilidade e a eficiência do sistema financeiro. A ausência de uma ou da outra resulta em perdas de bem-estar social, o que as torna bens públicos desejáveis.

No primeiro caso, tal perda ocorre pela produção de externalidades negativas na forma de crises financeiras; no segundo, pela apropriação de riqueza social devido a assimetrias de informação e estruturas concorrenciais imperfeitas. Ocorre que, no curto prazo, a instabilidade do setor financeiro produz custos sociais de magnitude muito maior do que a ineficiência das instituições, dos mercados ou dos instrumentos financeiros, cujos custos se propagam por horizontes mais longos. Por essa razão, a estabilidade deveria preceder a eficiência no mandato do BC.

Não estipulando essa hierarquia, a LC 179 possibilitou ao BC preferir a eficiência à estabilidade financeira, conforme o seu juízo de oportunidade e conveniência. Tal preferência poderia materializar-se na recusa a prestar assistência de liquidez a certo banco para evitar distorções à concorrência, ou na hesitação a resolver um banco sistêmico por temor de elevar a concentração bancária, situações limítrofes muito discutidas internacionalmente durante a crise financeira global. Apesar de ser improvável que o BC atuasse dessa maneira, legalmente nada o impediria.

Igualmente, o pleno emprego e a suavização das flutuações da atividade econômica são bens públicos desejáveis, mas nem sempre complementares. Como o nível máximo de emprego não é diretamente mensurável, uma política monetária direcionada a atingi-lo poderia levar a flutuação econômica excessiva. Nessa hipótese, haveria dúvida sobre qual dos dois objetivos o BC faria prevalecer.

Para sanar os inconvenientes de possuir múltiplos objetivos concorrentes subordinados à estabilidade da moeda, o BC poderia estabelecer *a priori* os parâmetros que norteariam o seu juízo de valor no cotejo entre as suas diferentes finalidades. Esta é a solução que o BCE e a Fed adotam, como visto anteriormente.





## A avaliação do cumprimento dos objetivos do BC

Avaliar o cumprimento dos objetivos do BC é uma tarefa qualitativa, amparada em dados quantitativos. À exceção da estabilidade de preços, sujeita a uma métrica objetiva — a meta de inflação —, os demais objetivos não se resumem a uma variável singular. Assim, a estabilidade financeira não se avalia somente com base em indicadores de risco sistêmico ou em coeficientes prudenciais bancários.

O mesmo se aplica à eficiência do setor financeiro, que não se mede apenas por meio de indicadores de concentração de mercado ou de inclusão e proteção do consumidor. *Idem* no que se refere à estabilização dos ciclos econômicos e ao máximo emprego.

A autonomia acarreta para os bancos centrais deveres mais estritos de transparência e prestação de contas. O padrão internacional está condensado no Código de Transparência de Bancos Centrais do Fundo Monetário Internacional [\[3\]](#).

A praxe é que a prestação de contas ocorra aos poderes constituídos e à sociedade em geral, por meio de auditorias independentes, relatórios anuais, relatórios temáticos, por exemplo de inflação e estabilidade financeira, e audiências públicas.

Todos esses elementos estão presentes no regime jurídico do BC, que abrange os deveres de publicar demonstrações financeiras trimestrais e balanço anual auditado e acompanhado de relatório de gestão; submeter semestralmente ao Congresso Nacional relatório de política monetária e, ao Senado Federal, relatório de estabilidade financeira; e comparecer às comissões do Congresso.

## Exoneração por desempenho insuficiente

Caso o BC falhe em atingir os seus objetivos reiteradamente, e tal falha se possa atribuir ao desempenho da sua diretoria como um todo ou de qualquer dos seus membros, a LC 179 permite ao presidente da República exonerá-los. A iniciativa da medida cabe ao CMN e a sua efetivação depende da aprovação do Senado.

A permissão para remover os dirigentes de bancos centrais por insuficiência de desempenho é temerária. É que essa faculdade pode ser utilizada para contornar a autonomia da autoridade monetária em caso de divergências com o governo. A experiência internacional é fértil em exemplos, os quais refletem a incapacidade das instituições de absorver a tensão oriunda de visões discrepantes, seja por falha de concepção ou imaturidade institucional. Casos emblemáticos incluem o afastamento dos chefes dos bancos centrais da Argentina, em 2010; Turquia, por três vezes desde 2019; Nigéria, em 2023; e em breve, ao que tudo indica, Polônia.



Mesmo no Brasil, há poucos meses o governo aventava dar início ao processo de remoção do presidente do BC por discordar da sua política monetária ortodoxa e suspeitar da sua imparcialidade política devido a laços com o governo anterior. A motivação oficial seria o desatendimento da meta de inflação por dois anos consecutivos, não importando a justificativa do BC de que o descumprimento decorreria do aumento global da inflação durante a pandemia de Covid-19.

Dada a possibilidade de que a hipótese legal de exoneração dos dirigentes do BC por insuficiência de desempenho seja invocada para intervir indevidamente nas suas decisões, é imprescindível que o presidente da República regulamente o dispositivo em bases objetivas. É também essencial prever um rito processual que contemple a ampla defesa e o contraditório ao dirigente objeto da medida.

## Conclusão

A LC 179 acertou ao priorizar o controle da inflação, mas não ao estipular para o BC múltiplos objetivos subsidiários e concorrentes, o que desfavorece a sua atuação focada e eficiente e enfraquece a objetividade da avaliação da sua atuação. O BC poderia mitigar esses inconvenientes definindo *a priori* a sua estratégia para articular as finalidades objetivos e definir a sua ordem de prioridade em cada caso.

Não há necessidade de decreto para tanto, bem como para instituir mecanismos de prestação de contas diversos dos que já constam em lei — o que, aliás, seria ilegal. O decreto seria relevante, isto sim, para estabelecer critérios objetivos e um rito que contemplasse as garantias constitucionais para exonerar qualquer dirigente do BC por insuficiência de desempenho, fechando assim as portas para o arbítrio.

*\*Este artigo reflete a posição do autor, não a institucional do Banco Central.*

---

[1] European Central Bank, [The ECB's monetary policy strategy statement](#), 8 jul. 2021; Federal Open Market Committee, [Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy](#), 30 jan. 2024.

[2] Cf. Lei 4.595, 1964, art. 3º.

[3] International Monetary Fund, [The Central Bank Transparency Code](#). IMF Policy Paper, Jul. 2020.

**Autores:** Jefferson Alvares