



Qualis A3 ISSN: 2178-2008

ARTIGO

Revista Processus de Estudos de Gestão, Jurídicos e Financeiros



As consequências da Lei da Autonomia do Banco Central do Brasil de 2021 e o debate sobre a revisão de seu papel institucional

The Consequences of the 2021 Central Bank of Brazil Autonomy Law and the Debate on the Revision of Its Institutional Role

Alexandre Favaro Lucchesi¹

<https://orcid.org/0000-0002-8089-159X>

<http://lattes.cnpq.br/6341405116254365>

Universidade Federal do ABC: Santo André, São Paulo, BR

E-mail: alfa.jucc@gmail.com



Informações da publicação

ISSN: 2178-2008

Recebido em: 15-05-2026

Aceito em: 23-06-2026

Publicado em: 01-07-2026

Palavras-chave:

Banco Central do Brasil;
autonomia;
política monetária;
regulação financeira;
accountability democrático.

Keywords:

Central
Bank of Brazil;
autonomy;
monetary policy;
financial regulation;
democratic accountability.

Resumo

Este artigo analisa criticamente os efeitos institucionais da autonomia conferida ao Banco Central do Brasil (BCB) pela Lei Complementar nº 179/2021, com base na literatura ortodoxa e nas críticas heterodoxas, especialmente da tradição pós-keynesiana. Argumenta-se que a centralização das funções monetária e regulatória em uma entidade autônoma gera tensões entre eficácia técnica, legitimidade democrática e *accountability*. A partir de uma abordagem crítico-hermenêutica, o texto examina as implicações da autonomia sobre a condução da política monetária e sobre o arranjo regulatório do sistema financeiro nacional. O caso do Banco Master é discutido como ilustração empírica das lacunas institucionais do regime atual. Defende-se a necessidade de uma reconfiguração normativa que preserve a autonomia operacional do BCB sem sacrificar a responsabilidade democrática, propondo arranjos alternativos de governança financeira ancorados em mecanismos parlamentares e na participação da sociedade civil.

Abstract

This article offers a critical assessment of the institutional effects of the autonomy granted to the Central Bank of Brazil (BCB) by Complementary Law No. 179/2021. Drawing on both orthodox literature and post-Keynesian critiques, it argues that concentrating both monetary and regulatory functions within an autonomous institution creates tensions between technical efficiency, democratic legitimacy, and accountability. Adopting a critical-hermeneutic approach, the article analyzes the implications of autonomy for monetary policy and for Brazil's financial regulatory architecture. The Banco Master case is discussed as an empirical illustration of current institutional shortcomings. The article advocates for a normative redesign that preserves the BCB's operational autonomy while enhancing democratic oversight through stronger parliamentary mechanisms and civil society involvement.

¹ Doutor em Ciências Econômicas na área de Teoria Econômica pela Unicamp (2017), possui Mestrado em Economia Política pela PUC-SP (2012) e Bacharelado em Ciências Econômicas pela Unicamp (2009).

Introdução

A aprovação da Lei Complementar nº 179/2021, que concedeu autonomia operacional ao Banco Central do Brasil (BCB), representou um marco institucional alinhado à tendência mundial de bancos centrais formalmente independentes, conferindo autonomia à autoridade monetária e estabelecendo mandatos fixos para sua diretoria e separando-a do ciclo político-eleitoral. Sua promulgação levantou importantes questões sobre *accountability*, transparência e legitimidade democrática, especialmente no tocante às funções não estritamente monetárias, como a supervisão financeira, a regulação prudencial e a resolução de instituições financeiras.

Se por um lado essa medida buscou consolidar a credibilidade da política monetária e blindá-la de pressões conjunturais, por outro, ela reacendeu discussões fundamentais no debate público contemporâneo (Carneiro, 2024, 2026) sobre o papel institucional do BCB e os mecanismos de *accountability* democrático a que ele está submetido, em especial no que diz respeito às suas funções não monetárias de regulação, supervisão e liquidação de instituições financeiras.

O presente artigo propõe uma análise crítica da atual configuração institucional do BCB, com foco em sua dupla função como executor da política monetária e supervisor do sistema bancário. A partir da perspectiva pós-keynesiana e mais especificamente da Minsky, argumenta-se que o acúmulo dessas atribuições em uma entidade autônoma concentra poder excessivo e compromete a transparência e a legitimidade democrática da atuação do BCB. O problema intensifica-se no contexto de fragilidade da legislação sobre liquidação extrajudicial de instituições financeiras, como evidenciado recentemente no episódio da intervenção no Banco Master, no qual disputas entre o BCB e o Tribunal de Contas da União (TCU) ilustraram as zonas cinzentas de responsabilidade institucional.

A questão central aqui não se limita ao debate clássico sobre independência versus coordenação da política monetária. Trata-se de uma reflexão mais ampla sobre a estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e sobre a possibilidade, já aventada em propostas recentes do Ministério da Fazenda, de reorganizar as funções de regulação financeira por meio de modelos alternativos, ou pela criação de uma nova agência de supervisão unificada. Tais propostas implicam repensar o lugar do BCB na arquitetura estatal de governança financeira, à luz de critérios de eficácia, especialização técnica, controle democrático e estabilidade sistêmica. Portanto, questiona-se, neste artigo, como deve ser redesenhada a arquitetura institucional do BCB à luz das contribuições críticas ao pensamento ortodoxo sobre autonomia dos bancos centrais.

Há, na literatura, uma tensão entre regulação sistêmica centralizada e divisão funcional. A hipótese de instabilidade financeira de Minsky, segundo a qual o sistema financeiro é propenso a ciclos endógenos de fragilidade, permite reinterpretar o papel das autoridades monetárias e regulatórias como estabilizadoras do capitalismo financeiro avançado. A visão minskyana sobre o sistema financeiro defende centralização regulatória desde que determinadas condições de *accountability* democrático sejam cumpridas. No caso brasileiro, contribuições relevantes sobre a atuação do BCB têm sido desenvolvidas para debater o papel dos bancos públicos e a regulação do crédito do sistema bancário, em perspectiva histórica e institucional. Esse referencial é confrontado com visões ortodoxas que tendem a enfatizar a separação entre política econômica e interesses eleitorais, bem como a independência operacional como condição de eficiência técnica.

Metodologicamente, o artigo baseia-se em uma revisão crítica da literatura especializada, com foco em publicações acadêmicas e documentos institucionais produzidos após a crise financeira global entre 2007 e 2009, período que abrange o ciclo político e econômico recente do Brasil e o início do regime de autonomia do BCB. A

abordagem é teórico-institucional, com ênfase na análise comparada de modelos regulatórios, nos efeitos da autonomia sobre o equilíbrio entre funções monetárias e regulatórias e nas possibilidades de reforma institucional a partir de parâmetros normativos democráticos e desenvolvimentistas.

Esta análise adota uma abordagem crítico-hermenêutica, articulando teoria econômica, análise institucional e interpretação ideológica. Toda compreensão está imersa em pressupostos históricos e conceituais pré-existentes, exigindo explicitar e confrontar metodologicamente essas pré-compreensões críticas (Lakatos, 1979). As premissas de pesquisa aqui utilizadas não são neutras, reconhece-se que correntes distintas oferecem leituras concorrentes dos mesmos fenômenos econômicos, incluindo a noção de autonomia do BCB. Esta perspectiva permite entender que cada tradição estrutura seu diagnóstico e suas prescrições para o BCB de forma distinta, isto é, não existe um método econômico único, mas paradigmas concorrentes (Kuhn 1979). Em suma, a autonomia do BCB está sendo, nesse prisma, socialmente construída e em disputa, não é um mero fato objetivo. Com isso, o método pretende refletir uma contribuição para construir uma síntese interpretativa do debate normativo em torno da autonomia do BCB, mobilizando premissas, tensões e implicações de diferentes propostas de redesenho institucional, sem reivindicar sua superação em uma teoria normativa unificada.

A fim de desenvolver essa problemática com rigor analítico, o artigo organiza-se em duas seções principais. A primeira examina o debate sobre a autonomia do BCB à luz escola ortodoxa de pensamento econômico, com foco nos fundamentos teóricos, seus efeitos sobre a condução da política monetária e as implicações institucionais no Brasil. A segunda seção discute criticamente os fundamentos da autonomia do BCB, articulando o referencial *minskyano* com a análise institucional comparada e com as propostas recentes de reorganização do SFN acerca de sua dupla função, de executor da política monetária e de regulador do sistema bancário. Ao final, procura-se enfatizar o papel do *accountability*, da estabilidade financeira e da legitimidade democrática na conformação das instituições monetárias contemporâneas.

1. Fundamentos teóricos da autonomia do banco central e as consequências institucionais da LC 179/2021 para o BCB

1.1. Credibilidade, neutralidade e blindagem política segundo a visão ortodoxa da autonomia

A defesa de um mandato claro para o BCB focar principalmente em estabilidade de preços e controle da inflação resultou numa hierarquia de objetivos na LC 179/2021, que coloca essa estabilidade como “objetivo fundamental” e relega atenção secundária à estabilidade financeira (BCB, 2021). Conforme o consenso na literatura ortodoxa *mainstream*, a longo prazo (Woodford, 2003), baixa inflação é condição necessária, embora não suficiente, para crescimento sustentado (Fischer 1993, Barro 1995), e a política monetária é pouco eficaz para influenciar o emprego de modo permanente – a curva de Phillips é vertical no longo prazo (Friedman, 1968, Phelps, 1968). Assim, advoga-se que adicionar metas como emprego, câmbio competitivo ou crédito direcionado pode confundir os agentes econômicos sobre as prioridades e comprometer a credibilidade anti-inflacionária.

A doutrina ortodoxa que passou a prevalecer desde os anos 1990 centrou-se no paradigma da independência e no regime de metas de inflação. Na formulação do Novo Consenso Macroeconômico Novo-Clássico e Novo-Keynesiano, a política monetária ótima deve ser conduzida por um banco central autônomo, protegido de pressões político-

eleitorais de curto prazo, de modo a assegurar o compromisso crível com a estabilidade de preços. Os argumentos intelectuais-chave para essa visão derivam da ideia de inconsistência temporal apresentada por Kydland e Prescott (1977) e do modelo do “banqueiro central conservador” proposto por Rogoff (1985). Em síntese, políticos sujeitos a ciclos eleitorais tenderiam a manipular a política monetária para estimular a economia no curto prazo, gerando um viés inflacionário de longo prazo (o chamado *inflationary bias*).

Rogoff (1985) argumentou que a sociedade poderia melhorar os resultados macroeconômicos nomeando um formulador de política monetária com preferência assimétrica, que atribua um peso desproporcionalmente alto ao combate à inflação em relação ao emprego. Esse banqueiro central “conservador” – avesso à inflação – tomaria decisões tecnicamente ótimas de juros, mesmo sob choque de oferta, aceitando sacrifícios em produto e emprego para manter a inflação baixa. Em teoria, isso reduz o viés inflacionário sem causar grandes perdas de bem-estar, pois a credibilidade anti-inflacionária ancoraria as expectativas do mercado, permitindo juros estruturalmente menores a longo prazo. Empiricamente, diversos estudos influentes (por exemplo, Alesina, Summers, 1993, Cukierman et al., 1992) encontraram correlação entre índices de independência formal do banco central e menores taxas de inflação, especialmente em países desenvolvidos – sem prejuízo claro do crescimento no médio prazo. Tais achados fortaleceram o consenso *mainstream* de que a independência do banco central seria uma “instituição ótima” em termos de política macroeconômica.

No Brasil, a evolução dos argumentos aderentes à abordagem ortodoxa de que banco central é parte de um arranjo de política econômica em que atua isoladamente na esfera monetária, enquanto o governo cuida da política fiscal, acentuou-se com a chegada de governos cujos programas alinharam-se, na área macroeconômica, ao Novo Consenso. A concepção de política monetária no bojo do Plano Real foi de assegurar obediência à restrição orçamentária e previsibilidade econômica, sendo defendido ao órgão gozar de ampla autonomia operacional para concentrar-se prioritariamente na estabilidade de preços, seguindo metas inflacionárias formais e afastando-se de pressões político-conjunturais (Franco, 2019). Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983) argumentaram que o compromisso crível de um banco central conservador, com mandato prioritário à estabilidade de preços, corrige o problema da “inconsistência temporal” da política monetária, permitindo auferir inflação mais baixa sem maior sacrifício permanente de produção. No regime de metas de inflação, o objetivo explícito de inflação é comunicado à sociedade, ancorando expectativas e facilitando ajustes suaves das taxas de juros quando necessário.

Em especial, Pellegrini (2004, p.30) observa que a política monetária de metas de inflação acarreta “autonomia instrumental” – no caso do BCB, para se utilizar dos instrumentos disponíveis para atingir a meta de inflação – algo mais específico que “autonomia operacional” – ou o papel meramente “executor” do órgão. Ao sinalizar compromissos inflexíveis com as metas, as expectativas inflacionárias convergem mais rápido para o alvo, permitindo ao banco central cortar juros sem novos choques inflacionários e assim “diminuir o sacrifício” em termos de produto e emprego. Em suma, a literatura baseada no Novo Consenso (Fraga et al., 2003) defende que metas de inflação bem definidas e os mandatos fixos focados em preços formam um arranjo coerente, em que as metas clarificam o objetivo das autoridades e o mandato fixo previne as influências políticas de curto prazo, o que se associa a uma inflação menor.

1.2. Os objetivos declarados e as implicações da LC 179/221

Propostas de autonomia do BCB tramitaram no Congresso desde 1991. A defesa da autonomia acelerou-se ao longo do ciclo político pós-Plano Real, conforme surgiram contribuições ao debate sobre o fenômeno da “dominância fiscal” (Gadelha, Divino, 2008; Marques Jr, 2010; Schymura, 2015), situação em que a política fiscal indisciplinada força o BCB a acomodar a inflação e a ancorar as expectativas. No regime de metas de inflação, as projeções não se restringiriam àquelas produzidas pelos modelos elaborados pelo órgão, pois seriam levantadas as opiniões e previsões de mercado, sendo os esforços de comunicação da autoridade monetária, portanto, vitais (Bogdanski et al. 2000).

Até fevereiro de 2021, o órgão era uma autarquia federal subordinada ao Ministério da Fazenda e seus dirigentes não tinham mandato fixo, podendo ser nomeados e exonerados a critério do Presidente da República. A nova lei transformou o BCB em autarquia de natureza especial, com mandatos fixos de quatro anos para o Presidente e os oito Diretores, não coincidentes com o mandato presidencial, e com possibilidade de uma recondução. A exoneração de dirigentes do BCB passou a ser permitida apenas em hipóteses específicas, como condenação criminal, desempenho insuficiente ou pedido do próprio dirigente, mediante justificativa ao Senado. E foram explicitados os objetivos do BCB como sendo a estabilidade de preços (objetivo fundamental) e, sem prejuízo deste, zelar pela estabilidade do sistema financeiro e suavizar flutuações da atividade econômica e do emprego – isto é, objetivos secundários, incorporando formalmente um mandato dual secundário, algo relativamente recente na legislação brasileira. Em relação à prestação de contas, a lei estabeleceu que o BCB deveria, semestralmente, prestar contas ao Congresso Nacional, por meio de relatório de inflação e estabilidade financeira, e o presidente do BCB deve comparecer à Comissão de Assuntos Econômicos do Senado semestralmente para apresentar esses relatórios.

A lei buscou consolidar a autonomia operacional do BCB em moldes semelhantes aos de bancos centrais de países avançados, inserindo também algumas obrigações de transparência. É importante notar, porém, que a autonomia concedida é instrumental e não de objetivos. A definição das metas de inflação permaneceu com o Conselho Monetário Nacional (CMN), composto pelo Ministro da Fazenda, pelo Ministro do Planejamento e pelo Presidente do BCB. Ou seja, o governo, via CMN, ainda estabelece qual deve ser a meta de inflação a ser perseguida anualmente. O BCB, autônomo, tem liberdade para escolher os meios (a trajetória da taxa Selic e demais instrumentos) para cumprir essa meta. Dessa forma, argumenta-se que o arranjo não torna o BCB um “quarto poder” completamente à parte, já que as linhas gerais da política monetária (pelo menos no que tange ao objetivo final) continuam balizadas por autoridade política. Defensores da lei enfatizaram esse ponto para rebater críticas de inconstitucionalidade, pois não haveria uma independência absoluta, mas sim a autonomia técnica limitada ao mandato definido em lei (Loyola, 2024).

A autonomia limitada a objetivos e sujeita ao processo de prestação de contas à sociedade, via parlamento, é denotada com a obrigatoriedade de submissão do orçamento anual do órgão à aprovação do Congresso, embora esse orçamento seja parte do Orçamento Geral da União, com receitas próprias em grande parte. Desde a Lei nº 13.820/2019, também é obrigatória a transferência dos resultados positivos do órgão para o Tesouro Nacional e a cobertura de eventuais prejuízos com títulos públicos, bem como a composição do CMN ou as atribuições normativas deste sobre as políticas monetária e creditícia. Portanto, do ponto de vista formal, o BCB tem autonomia para executar a política monetária e regulatória, mas continua inserido no arcabouço das

políticas públicas determinadas pelos poderes eleitos como meta de inflação, orçamento aprovado, leis complementares que definem seu escopo etc.

A discussão aberta em 2025 em torno do aprofundamento da autonomia do BCB, especialmente por meio de projetos que visam conferir-lhe maior autonomia administrativa e orçamentária – como o PLP nº 281/2023, retomado no Congresso ao longo de 2025, e propostas correlatas de desvinculação parcial do orçamento do órgão do Orçamento Geral da União – é interpretada como um desdobramento institucional lógico da LC 179/2021 à luz da literatura sobre independência de bancos centrais (Grilli et al., 1991, Cukierman et Al., 1992). Nessa visão, a autonomia financeira constitui um dos pilares centrais da independência *de facto*, ao lado da proteção de mandatos e da independência de instrumentos. Nesse sentido, a concessão de maior autonomia orçamentária ao BCB reduz um dos últimos canais indiretos de influência do Executivo sobre a autoridade monetária, aproximando-a progressivamente de um estatuto de independência institucional mais robusto, ainda que a definição dos objetivos finais, notadamente a meta de inflação, permaneça formalmente subordinada ao CMN. O apoio manifestado a esse movimento pelo então presidente do BCB em 2025, Gabriel Galípolo, revela uma leitura pragmática de coerência institucional. Uma vez consagrada a autonomia decisória pela LC nº 179/2021, a manutenção de restrições orçamentárias típicas de autarquias ordinárias tende a produzir assimetrias de responsabilidade e riscos operacionais, especialmente em funções sensíveis como supervisão prudencial, regulação financeira e resolução bancária.

1.3. O duplo papel institucional do BCB e seus efeitos

Para Kuhn (1979), as transformações institucionais e teóricas decorrem tanto do acúmulo de anomalias como da disputa entre paradigmas que oferecem respostas distintas à instabilidade percebida. A interpretação ortodoxa da autonomia do BCB repousa sobre um paradigma normativo específico centrado na neutralidade da política monetária, cuja resiliência decorre menos de sua capacidade explicativa do que da autoridade institucional consolidada que o sustenta.

A controvérsia sobre o papel institucional do BCB não pode ser reduzida a uma divergência factual. Ela envolve, como argumenta Lakatos (1979), programas de pesquisa concorrentes, com núcleos teóricos duros e heurísticas distintas. O modelo ortodoxo protege-se por meio de ajustes marginais, mesmo diante de falhas empíricas reiteradas, enquanto a crítica heterodoxa propõe uma reformulação mais profunda da própria função da autoridade monetária no capitalismo contemporâneo.

O BCB acumula historicamente duas funções principais, a de executar a política monetária e a de supervisionar o sistema financeiro. No SFN, o CMN define as diretrizes normativas como metas de inflação, política cambial e regras de crédito público, enquanto cabe ao BCB implementá-las via juros, compulsórios e regulação bancária. Outras instituições do SFN têm papéis segmentados. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) regula o mercado de capitais, a Superintendência de Seguros Privados (Susep) supervisiona seguradoras, a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) cuida dos fundos de pensão e a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) gerencia a dívida pública para evitar conflito direto com o BCB.

Apesar dessa divisão, há sobreposição de competências – por exemplo, ofertas públicas podem envolver simultaneamente CVM e BCB – exigindo cooperação institucional. Desde 2006 existe o Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec), que coordena as quatro principais agências reguladoras sob o guarda-chuva do Ministério da

Fazenda. Ainda assim, o advento de novas áreas como fintechs e criptomoedas reacende debates sobre reorganização institucional, separação de funções do BCB (monetária versus regulatória) ou mesmo a fusão de órgãos para reduzir fragmentação.

Críticas à regulação financeira fragmentada constituem um eixo central da literatura institucional desde os anos 1990, associando a dispersão de competências à perda de eficácia supervisória, à diluição de responsabilidades e ao aumento do risco sistêmico. Grilli et al. (1991) e Cukierman (1992) argumentam que arranjos regulatórios excessivamente fragmentados comprometem tanto a estabilidade financeira quanto o *accountability* das autoridades monetárias, ao dificultar a coordenação em momentos de crise e ao obscurecer a atribuição de responsabilidades. Goodhart (2000, 2008) avançou nesse diagnóstico ao defender explicitamente modelos de regulação financeira integrados, argumentando que a consolidação dos conglomerados financeiros universais torna artificial a separação entre supervisão bancária, de mercado de capitais e de seguros. Por exemplo, Alan Greenspan defendeu manter o Federal Reserve (Fed) como supervisor bancário justamente para monitorar riscos via sistemas de pagamentos, para ter a autoridade de prestar liquidez de emergência e reduzir atrasos na resposta a surtos financeiros. Após 2008, muitos países reforçaram o papel macroprudencial dos bancos centrais, dispondo de instrumentos monetários (taxa de juros, depósitos compulsórios etc.) e regulatórios (requisitos de capital, liquidez) de forma coordenada para disciplinar booms de crédito. A experiência europeia após a crise financeira global de 2008 foi, para Goodhart (2014), o reconhecimento tardio de que uma união monetária sem supervisão bancária centralizada é intrinsecamente instável. A solução proposta pelo Mecanismo Único de Resolução e pela União Bancária Europeia não eliminou a pluralidade institucional, mas indicou uma centralização funcional das decisões críticas, reduzindo a fragmentação decisória em contextos de crise sistêmica.

No caso brasileiro, episódios de intervenção e liquidação bancária como os casos do Banco Econômico em 1995, do Banco Santos em 2004 e do Panamericano em 2010 expuseram fragilidades de supervisão e coordenação institucional, sob um regime em que o BCB permanecia claramente subordinado ao Executivo, com maior participação do CMN e menor blindagem jurídica de seus dirigentes. Em setembro de 2012, sob a gestão de Alexandre Tombini, o BCB implementou uma reforma estrutural significativa ao mimetizar internamente o modelo regulatório *twin peaks* (BCB, 212). Ao criar a Diretoria de Relacionamento Institucional e Cidadania (Direc) e, consequentemente, o Departamento de Supervisão de Conduta (Decon), a autoridade monetária segregou formalmente a fiscalização da solidez financeira (prudencial) do monitoramento do comportamento das instituições perante seus clientes e o mercado. Essa iniciativa visava responder à crescente complexidade dos produtos financeiros e fortalecer a proteção ao consumidor, garantindo que a estabilidade sistêmica não eclipsasse a integridade do relacionamento bancário e a prevenção a ilícitos, como a lavagem de dinheiro.

O caso do Banco Master, uma instituição de médio porte, emergiu em um contexto institucional qualitativamente distinto, posterior à LC 179/2021, no qual o BCB exerce autonomia decisória plena em matéria de supervisão e resolução, sem instâncias colegiadas externas ou mecanismos robustos de controle *ex-ante*. O BCB decretou a liquidação extrajudicial do Banco Master em 18 de novembro de 2025. A medida foi motivada por uma grave crise de liquidez, comprometimento patrimonial e violações às normas do SFN. A decisão ocorreu simultaneamente à Operação Compliance Zero da Polícia Federal, a partir da investigação de um esquema de fraude financeira estimado em R\$ 12 bilhões envolvendo a criação de carteiras de crédito e empréstimos fictícios (sem lastro) destinados a empresas de fachada para desviar recursos por meio de fundos

geridos pela Reag Investimentos (também liquidada pelo BCB em janeiro de 2026). Esse ato, estritamente previsto em lei (Dep. 6.024/74), seguiu rito confidencial, pelo qual o BCB nomeia liquidante, congela operações e realiza ativos para pagar credores, comunicando sucintamente o público e limitando os demais órgãos à esfera judicial.

Entretanto, o episódio tomou rumo inédito quando o ministro-relator do TCU, Jhonatan de Jesus, expediu ofício exigindo que o BCB justificasse em 72 horas a “medida extrema” da liquidação. Foi a primeira vez que o TCU, um órgão de controle externo voltado a fiscalizar gastos públicos, interveio diretamente em uma decisão técnica do BCB em tempo real. O TCU afirmou que sua intenção não era substituir o juízo do BCB, mas verificar se o processo seguiu a legislação, dada a gravidade do impacto para depositantes e credores. Em seguida, impôs uma inspeção *in loco* no BCB para examinar documentos sigilosos que embasaram a liquidação. Essa iniciativa inusitada gerou forte mal-estar entre auditores do próprio TCU, operadores do mercado financeiro e da própria equipe técnica do Tribunal. O então presidente do TCU, Vital do Rêgo Filho, garantiu publicamente que o órgão não tem o poder de reverter a liquidação extrajudicial do Banco Master decretada pelo BCB, muito embora tenha defendido que nenhum órgão público estivesse imune ao controle externo, afirmando que o TCU deveria auditar os documentos que serviram de base para a liquidação, respeitando o sigilo bancário e criminal. Ficou acordado que o BCB daria acesso integral aos dados necessários para a auditoria.

2. Crítica heterodoxa à autonomia e proposta de regulação democrática

2.1. Enfoque conceitual pós-keynesiano e crítica às políticas restritivas

A doutrina ortodoxa quanto à autonomia e mesmo à independência do banco central carrega pressupostos problemáticos. A tradição pós-keynesiana retoma as discussões de Keynes sobre institucionalidade da moeda e do crédito como elementos intrinsecamente ligados à economia real, não neutros nem meramente ajustáveis via preços (Cardim de Carvalho, 1989). A crítica pós-keynesiana sustenta que o dinheiro não é neutro e que o banco central, longe de ser um árbitro tecnocrático imparcial, é sempre parte do aparato de Estado e sujeito a pressões políticas e de mercado. A teoria pós-keynesiana enxerga o banco central como uma instituição fundamental para garantir a estabilidade financeira e promover o desenvolvimento econômico, e não apenas para controlar a inflação.

Em particular, na interpretação de Hyman Minsky e da Hipótese da Instabilidade Financeira, argumenta-se que economias capitalistas são inerentemente propensas a ciclos de expansão excessiva do crédito seguidos de crises; por isso, defendia a necessidade de um *Big Bank* – o banco central – atuante como prestador de última instância e regulador proativo, em coordenação com um *Big Government* (o Tesouro), para contrabalançar as flutuações do setor privado. Em sua visão, o banco central deve conter e compensar a instabilidade financeira e, por extensão, tem a responsabilidade de preveni-la (Minsky, 1986, p.322). Isso implica intervir nos mercados financeiros sempre que necessário para evitar colapsos e ir além do escopo tradicional de controlar a base monetária ou supervisionar apenas bancos comerciais. Para o autor, restringir o banco central à regulação de bancos e ao controle da oferta de moeda é errado (Minsky, 1986, p.322), pois tal definição estreita de responsabilidades talvez bastasse num passado em que outras instituições financeiras eram menos relevantes, mas se tornou inadequada diante da complexa estrutura financeira contemporânea. Em outras palavras, o banco central moderno deve mirar na estabilidade sistêmica, regulando diversos intermediários

e mercados, e não se limitar a ser uma “autoridade monetária” isolada das demais áreas econômicas.

Kregel (2014) argumenta que a busca ortodoxa por credibilidade, entendida como o alinhamento das expectativas do mercado à manutenção do regime de metas de inflação, desloca o papel do banco central de gestor da estabilidade financeira para o de fiador de uma âncora nominal, ignorando os mecanismos de fragilidade endógena destacados por Minsky. Segundo o autor, esse modelo negligencia as responsabilidades regulatórias do banco central e assume que o mercado é capaz de autorregular-se, o que se revelou desastroso em crises como a de 2008. Em lugar da neutralidade, o que se observa é uma política monetária que responde às exigências da financeirização e prescinde de uma regulação macroprudencial apropriada, contribuindo para ampliar as desigualdades e a instabilidade do sistema financeiro. Já Wray (2014) parte da rejeição à ideia de que tais características constituem pré-requisitos técnicos para a boa condução da política monetária, demonstrando que instituições como o próprio Fed estadunidense, na melhor das hipóteses, respondem a parlamentos e estão intrinsecamente conectadas às operações dos tesouros nacionais. A alegada “blindagem” contra pressões políticas ignora o fato de que o banco central, ao coordenar a liquidez com o Tesouro, está envolvido em decisões com impacto fiscal e distributivo direto. Assim, a independência alegada na verdade é uma forma de “isolamento parcial” institucionalizado, que esconde decisões politicamente significativas sob um verniz técnico.

Casilino e Paulani (2018) afirmam que a noção de um banco central “técnico” e imune à política é falaciosa, uma vez que tentar isolar a política monetária da esfera político-econômica mais ampla constitui uma contradição. Para os autores, a história mostra justamente o contrário, pois a condução da política monetária nunca foi puramente técnica ou apartidária. Pelo contrário, nos períodos de desenvolvimento acelerado das nações desenvolvidas, os bancos centrais atuaram subordinados às prioridades dos governos, financiando gastos públicos, direcionando crédito a setores estratégicos e até acomodando inflação moderada quando necessário para sustentar o crescimento (Araújo, Costa, 2011). A independência formal, longe de ser condição natural ou indispensável, é antes uma opção política surgida no contexto específico da financeirização global.

De fato, a própria ascensão da independência dos bancos centrais pode ser interpretada como expressão da financeirização, conforme esse arranjo institucional torna a autoridade monetária mais suscetível às pressões dos mercados financeiros e limita a participação do Estado e da sociedade na condução da política monetária (Rodriguez, 2024). Ou seja, a autonomia formal do banco central se alinha a um contexto de “dominância financeira”, em que a lógica das finanças sobrepuja a da política fiscal e das prioridades sociais. Deos e Ultremare (2024) entendem que nenhum banco central atua no vácuo. Ainda que possua uma estrutura autônoma face ao governo e responda exclusivamente a uma legislação específica, a instituição continuará respondendo a interesses e pressões de determinados grupos sociais. A diferença é que, ao se afastar da tutela governamental (restando, portanto, sob controle democrático indireto), tende a ficar mais suscetível à influência do setor privado financeiro. De fato, a independência formal pode abrir espaço para um aumento da interferência de interesses privados (Deos, Ultremare, 2024), uma vez que as decisões de política monetária, como a fixação da taxa de juros, passam a ser tomadas por uma elite tecnocrática muitas vezes recrutada ou formada em estreita sintonia com o mercado financeiro.

2.2. Os problemas do regime metas de inflação

As críticas ao papel institucional do BCB que derivaram de sua autonomia operacional em 2021 remetem ao elemento da adoção do regime de metas de inflação, que havia sido uma resposta conjuntural à crise do real. Para Freitas (2010, pp.104-105), no momento em que se fortalece a visão de que o governo não pode mais utilizar a política monetária de forma discricionária, mas ao contrário basear-se em regras claras e preestabelecidas, “pressões altistas dos preços acabam se traduzindo na elevação dos juros, a despeito dos seus efeitos deletérios sobre a produção e o emprego, porque o Banco Central teme perder a credibilidade e/ou ser acusado de leniente”. No Brasil, existem questionamentos quanto à composição do índice de preços escolhido para a avaliação do cumprimento das metas (o IPCA), enquanto que a dependência dos ciclos internacionais de liquidez afeta continuamente a taxa de câmbio.

O modelo de metas de inflação é aplicado no Brasil segundo um diagnóstico da visão do Novo Consenso, para quem o núcleo ou tendência da inflação é resultado de choques de demanda. Assim, a taxa de juros é operada com o objetivo de controlar a demanda agregada, sendo variações na taxa de câmbio um “efeito colateral” do manejo da taxa de juros. Os pressupostos por trás deste diagnóstico resumem-se no conceito ortodoxo de produto potencial que embasa a Regra de Taylor – “a política monetária é neutra e a longo prazo não afeta nem o produto nem a capacidade produtiva da economia” (Serrano, 2010, p.64) – e em oposição à existência de inflação de custos – “não se pode (nem se deve) fazer muito para alterar a inflação de custos” porque “o hiato do produto (e/ou do emprego) afeta a inflação de forma sistemática” (Serrano, 2010, p.64).

Contra esta visão, argumenta-se que “não se observa uma relação empírica sistemática entre o hiato do produto e a aceleração da inflação”, pois na verdade “não existe relação definida entre a aceleração da inflação e o grau de utilização da capacidade produtiva da indústria” (Serrano, 2010, p.64). Também “há forte evidência de que os dados sobre a inflação esperada pelo mercado [...] apresentam correlação com a inflação passada efetivamente ocorrida” (Serrano, 2010, p.64). É importante destacar o “efeito histerese no produto, que significa que qualquer crescimento mais persistente na demanda acaba estimulando aumentos do investimento e da capacidade produtiva” (Serrano, 2010, p.65). Por fim, os choques de oferta não são aleatórios, pois no Brasil há preços administrados e os preços internacionais de *commodities* crescem e pressionam os preços das importações, enquanto o salário mínimo nominal evolui continuamente acima² do índice de preços oficial.

Nesse sentido, Lopes et al. (2012, p.291) argumentam que, no regime de metas, o aumento dos juros reduz tanto o produto efetivo quanto o potencial, ameaçando a produção, a capacidade e o emprego. Para esses autores, portanto, a política monetária contracionista gera melhora aparente no hiato corrente do produto apenas porque inibe a produção sem corrigir choques estruturais. Sob a ótica pós-keynesiana, medidas contracionistas atacam mais os sintomas do que as causas da inflação. Uma elevação na taxa de juros freia um possível aumento de preços por demanda, mas não combate pressões inflacionárias de custos (salariais, cambiais etc.). Além disso, o próprio conceito de hiato – produto real abaixo do potencial – é criticado como inócuo quando o “produto potencial” não é fixo. Argumenta-se que juros mais altos retardam o crescimento do produto de longo prazo, mantendo o hiato constante ou até expandindo-o (Lopes et al., 2012). Resende e Lima (2007) e Pelicioni e Resende (2009) indicam que, em modelos

² Deve-se notar, porém, que “os custos unitários do trabalho em termos nominais só têm crescido menos e depois do aumento da inflação, independentemente do nível de atividade da economia. No fundo, é a ausência de indexação salarial e a baixa resistência salarial real que explicam tanto a pouca persistência dos choques inflacionários quanto o fato da inflação crônica não retornar, mesmo quando ocorreram grandes desvalorizações cambiais” (Serrano 2010 68).

macroeconômicos brasileiros, a Regra de Taylor pode impedir a queda do hiato se os juros elevados atingem simultaneamente o produto efetivo e a capacidade produtiva. O efeito perverso seria um ciclo de altas de juros “cegas”, em que a economia não desacelera tanto quanto se esperava, de modo que o hiato persiste e o banco central eleva ainda mais a taxa, com custos sociais elevados.

Por fim, dar primazia ao controle inflacionário transfere renda dos devedores para os credores (beneficiários de juros altos) e penaliza setores intensivos em investimento. Hermann (2003) destaca que juros altos atraem a liquidez para títulos públicos em curto prazo e elevam os prêmios exigidos em títulos de longo prazo, tornando o *funding* de projetos de médio prazo inviável. Assim, o foco em metas de inflação e autonomia do banco central descaracteriza a busca por pleno emprego e desenvolvimento (Arestis et al., 2009). Os mecanismos monetários usados “atacam sintomas” (inflação atual) sem enfrentar causas do desequilíbrio (por exemplo, distribuição de renda ou rigidez de custos).

Costa (2019) argumenta que a independência formal levaria à subordinação total do BCB aos interesses do mercado financeiro, retirando-o do esforço de políticas de desenvolvimento conduzidas pelo governo. Nesse sentido, defende uma maior integração do órgão em políticas de orientação de crédito para setores estratégicos e controle de fluxos de capitais, com o BCB colaborando com medidas macroprudenciais e de gerenciamento do câmbio. Essa é uma das maiores críticas da heterodoxia pós-keynesiana ao regime de metas de inflação e à independência do BCB. Focado quase exclusivamente na inflação, deixa de lado instrumentos de crédito e financiamento do desenvolvimento que um banco central pode influenciar. A heterodoxia gostaria de ver o BCB mais atuante em regulação de crédito. Por exemplo, exigindo dos bancos privados certos padrões de alocação e cooperando com o tesouro nacional em políticas anticíclicas, papéis que hoje ele cumpre de forma restrita.

2.3. Regulação macroprudencial segundo o referencial pós-keynesiano e o déficit democrático

Hyman Minsky defendia que a supervisão financeira deve acompanhar o modelo de “banco subjacente”, buscando dois objetivos críticos: i) estabilidade de longo prazo e ii) fomento ao desenvolvimento de capital (Levy Institute, 2011). Para Minsky, isso implicava fragmentar os grandes conglomerados (*too big to fail*) em unidades menores e mais ligadas às comunidades locais (Kregel, 2012, p.38). Esse retorno a um modelo *originate-and-hold*, em que bancos avaliam crédito pelos fundamentos do mutuário, limitaria a proliferação de ativos duvidosos e tornaria mais transparente a supervisão. Além disso, Minsky enfatizava o papel central do banco central como prestador de última instância e guardião da liquidez, ao mesmo tempo em que deixaria ao governo, via política fiscal, a estabilização do emprego (Kregel, 2012, p.52). Em suma, Minsky propunha uma regulação macroprudencial coordenada, possivelmente centrada na autoridade monetária, em vez de dividir rigidamente tarefas regulatórias em agências independentes (Levy Institute, 2011).

Na esteira do pensamento minskyano, Kregel advoga regras que devolvam ao sistema financeiro os antigos “anteparos funcionais” como, por exemplo, reimplantar a separação do Glass-Steagall Act entre banco comercial e de investimento (Levy Institute, 2012). Além disso, propõe dividir os bancos em subsidiárias estritamente delimitadas por função e tamanho, com limites máximos de ativos, a fim de facilitar a supervisão prudencial. Em sua abordagem, a regulação deve ser “dinâmica”, ou seja, observando continuamente como inovações mudam o sistema, e amplificada por um arcabouço

macroprudencial integrado (Kregel, 2014, p.7). Para além do modelo *twin peaks* a coordenação deve se dar no nível do banco central ou de conselhos de estabilidade financeira, que capturem riscos sistêmicos. Ele critica, por exemplo, que o Dodd-Frank Act americano não mude realmente o “tamanho” e o “modelo de negócios” dominantes, e seria mais eficaz retomar regras funcionais claras.

Wray (2010, p.6) também enfatiza o risco sistêmico e o papel do Estado e do banco central. Em suas propostas, reforça que sistemas bancários devem ser concebidos com instituições pequenas e regionais. No caso estadunidense, o autor sugere transformar bancos comunitários em parcerias público-privadas supervisionadas por uma entidade específica do banco central para manter essas instituições “pequenas, locais e lucrativas” (Wray, 2010, p.16). Esse desenho reforça a capacidade de supervisão próxima (sem bancos enormes) e assegura que o banco central federal possa monitorar e apoiar diretamente a liquidez. No geral, Wray (2010) critica a fragmentação regulatória sob a qual fundos de pensão, seguradoras e bancos de investimento atuaram até 2008 e defende uma lógica semelhante à de Minsky, em que a autoridade monetária detém poderes macroprudenciais abrangentes, enquanto funções específicas (como proteção ao consumidor ou fiscalização de mercado de capitais) poderiam ser realizadas por outras agências especializadas, mas sempre coordenadas ao enfoque sistêmico.

Em linhas gerais, essas visões convergem na tese de que a supervisão financeira ideal deve ser coerente com a estrutura institucional do sistema financeiro e adaptável a ela. Prevalece a ideia de impor limites funcionais e de diminuir o porte das instituições financeiras, ao invés de permitir grandes conglomerados com múltiplos negócios. A visão macroprudencial e sistêmica também é preferível a arranjos excessivamente fragmentados como nos EUA – vários órgãos independentes, e.g. Fed, FDIC, SEC etc. – e no Reino Unido – o modelo *twin peaks*, do Banco da Inglaterra cuidando de estabilidade e de outra agência responsável pela conduta. Não há unanimidade sobre um único arranjo ideal, mas há consenso de que a abordagem unificada sob um órgão central, como o banco central ou comissão de estabilidade, articula a supervisão macroprudencial e controla riscos sistêmicos, reforçando a estabilidade financeira e integrando informações sobre *shadow banking* e processos regulatórios dinâmicos. Em síntese, seria inadequado manter órgãos isolados puramente por setor de atividade, é melhor criar uma arquitetura regulatória moldada para sustentar tanto a estabilidade sistêmica quanto o financiamento produtivo, em última instância preferindo uma supervisão coordenada a esquemas rígidos sem ajustes estruturais.

Em se tratando especificamente da LC 179/2021 no Brasil, um elemento de ordem político-jurídica que foi alterado é o funcionamento do BCB como autarquia comum, formato pelo qual suas ações estavam sujeitas ao controle do Ministério da Fazenda e, politicamente, ao Presidente da República, que por sua vez podia destituir o presidente do órgão em caso de discordância grave com as medidas tomadas. Na nova configuração, os diretores ganharam estabilidade no cargo e não há mais subordinação ministerial para prestar contas diretas dessas ações ao Executivo. Em teoria, a diretoria colegiada do BCB responde agora apenas à lei e, em alguma medida, ao Poder Legislativo, pois o Senado Federal a sabatina e poderia convocá-la para audiências. Isso levanta o risco de um déficit de *accountability* nas chamadas funções não monetárias, justamente aquelas que podem ter enorme impacto distributivo e fiscal indireto, mas não estão sob os holofotes do público como a taxa de juros.

Muito embora a LC 179/2021 represente um avanço institucional ao prever comparecimentos obrigatórios do presidente do BCB ao Senado Federal e a publicação regular de documentos como o Relatório Trimestral de Inflação e o Relatório de

Estabilidade Financeira, tais obrigações não possuem força normativa eficaz porque não há sanção prevista em caso de ausência, omissão ou insatisfação do Congresso quanto às justificativas prestadas e tampouco existem mecanismos formais de correção ou veto às decisões do Comitê de Política Monetária (Copom) ou das diretorias técnicas do órgão. A arquitetura da autonomia foi robustecida, mas o regime de *accountability* permaneceu incipiente e frágil.

Entre alternativas institucionais com formas substanciais de controle democrático estão a criação de conselhos ampliados de política monetária com participação da sociedade civil, acadêmicos independentes e representantes de áreas sociais e produtivas, o fortalecimento da atuação do CMN como instância superior de deliberação e fiscalização e a obrigatoriedade de relatórios parlamentares sobre estabilidade financeira e decisões regulatórias com impacto distributivo ou fiscal. No plano jurídico, debate-se ainda a delimitação precisa das atribuições de órgãos de controle externo como o TCU, cuja competência para auditar atos do BCB deve, segundo essa visão, concentrar-se na legalidade dos procedimentos e na eficiência administrativa, sem incorrer em análise de mérito técnico ou regulatório. Ao mesmo tempo, destaca-se a importância de assegurar que tais órgãos possam acompanhar, por exemplo, os impactos fiscais indiretos de operações como as compromissadas ou a resolução de instituições financeiras sistêmicas, evitando zonas de opacidade técnica ou de captura institucional. Assim, propõe-se um modelo intermediário entre o isolamento tecnocrático absoluto e a subordinação política imediata, no qual o BCB seja parte de um sistema público de deliberação econômica, com responsabilidade substantiva diante dos objetivos sociais mais amplos.

2.4. Os dilemas persistentes sobre o papel dos bancos centrais

A literatura recente tem aprofundado o exame crítico do papel institucional dos bancos centrais diante da transformação dos sistemas financeiros e dos desafios democráticos colocados à política monetária em regimes de economia mista. Desde o pós-crise de 2008, debate-se uma atuação transversal das autoridades monetárias, à medida que suas funções ultrapassaram a estabilidade de preços, enquanto os arranjos institucionais desenhados para garantir sua autonomia seguem limitados em prover responsabilidade democrática, coerência distributiva e legitimidade política.

Goodhart (2011) já antecipava essa reconfiguração ao assinalar que os bancos centrais haviam, historicamente, assumido diferentes papéis conforme as exigências do sistema financeiro e as estratégias estatais de gestão macroeconômica. Após a crise de 2008, sua análise mostra que as funções dessas instituições retornaram à lógica pré-1980, exercendo novamente papel central na sustentação dos mercados de crédito e liquidez, por vezes substituindo o próprio sistema bancário na provisão de financiamento. Ao fazer isso, os bancos centrais abandonaram, ainda que implicitamente, a concepção estreita de que sua atuação deve se limitar à gestão da taxa de juros para o controle inflacionário. O paradoxo, segundo o autor, está no fato de que, embora seus mandatos formais sigam restritos, suas ações passaram a abranger decisões estruturais com profundos impactos distributivos e setoriais.

O diagnóstico de Goodhart (2011) foi aprofundado por Borio (2019), cuja análise aponta para a crescente complexidade do ambiente macrofinanceiro e para a inadequação da arquitetura institucional tradicional frente aos riscos sistêmicos. O autor reconhece que a estabilidade financeira passou a ocupar o centro das preocupações das autoridades monetárias, mas enfatiza que a regulação macroprudencial ainda não encontrou uma forma robusta de articulação entre estabilidade de preços, supervisão bancária e controle de fluxos de crédito e liquidez nessas arquiteturas. Além disso, alerta que a multiplicidade

de objetivos – inflação, emprego, estabilidade do sistema – impõe tensões internas que o atual desenho institucional dessas instituições não resolve. Em sua perspectiva, os bancos centrais precisam ser equipados com ferramentas analíticas e institucionais que transcendam o curto prazo e integrem a dinâmica financeira à estrutura produtiva real da economia.

No campo heterodoxo, Harcourt, Kriesler e Halevi (2020) revisitam a controvérsia da autonomia do banco central à luz das transformações recentes, argumentando que o fundamento liberal clássico da independência – a necessidade de blindar a política monetária de interferências político-eleitorais – tornou-se anacrônico. Eles sustentam que, ao contrário da promessa de neutralidade, a independência formal tem servido para consolidar uma tecnocracia que responde mais diretamente aos interesses dos mercados financeiros do que aos objetivos de bem-estar geral. Os autores defendem, como alternativa, uma redefinição da independência como autonomia funcional dentro de marcos democráticos deliberativos, com maior protagonismo do Parlamento e da sociedade civil na supervisão e orientação de seus mandatos múltiplos. Essa visão reforça os argumentos desenvolvidos neste artigo ao defender a substituição da dicotomia entre autonomia e subordinação por arranjos institucionais que permitam coordenação, controle e pluralismo decisório.

O impacto redistributivo da autonomia do banco central, frequentemente negligenciado nos debates ortodoxos, é o foco do estudo de Aklin, Kern e Negre (2021). A partir de uma base de dados internacional e de métodos econométricos, os autores mostram que níveis mais altos de independência formal dos bancos centrais estão associados a aumentos significativos na desigualdade de renda, especialmente nos países em desenvolvimento. A explicação reside, de um lado, nas políticas monetárias contracionistas que sistematicamente favorecem detentores de ativos financeiros e, de outro, na ausência de mecanismos de controle social, o que impede que o banco central seja sensível a externalidades sociais do desemprego, da deflação salarial e do encarecimento do crédito. Esses achados empíricos corroboram a crítica heterodoxa da independência como neutralidade e impõem à teoria econômica dominante o desafio de repensar a legitimidade distributiva das decisões monetárias.

Rudd (2022) problematiza outro pilar central da ortodoxia monetária, a da hipótese de que as expectativas de inflação ancoram, por si próprias, o comportamento inflacionário. Sua crítica meticulosa ao arcabouço neoclássico mostra que os modelos baseados em expectativas racionais carecem de sustentação empírica robusta e que os mecanismos de transmissão monetária operam, na prática, por canais mais complexos e socialmente mediados. O argumento do autor reforça a ideia de que o espaço de decisão do banco central não pode ser guiado exclusivamente por regras técnicas ou modelos autorreferenciais, mas deve estar ancorado em compromissos com metas amplas de estabilidade social, pleno emprego e desenvolvimento sustentável.

Monnet (2023) amplia o horizonte analítico ao discutir os desafios democráticos impostos pelas políticas de crédito dos bancos centrais, especialmente nos contextos pós-crise e de pandemia. O autor argumenta que, ao recorrer a instrumentos não convencionais (compra de ativos, liquidez direcionada, programas emergenciais), os bancos centrais assumiram um papel de alocadores discricionários de crédito e risco, sem que para isso tenham sido investidos de mandato político claro. Isso gera, segundo ele, um déficit estrutural de *accountability* que precisa ser enfrentado por meio de reformas institucionais. Entre elas, destacam-se o fortalecimento das audiências parlamentares, a criação de conselhos deliberativos externos e o aumento da transparência nas decisões de política de crédito. Essa reflexão contribui diretamente para a proposta de reconfiguração

normativa esboçada nas seções anteriores deste artigo, nas quais se advoga um papel ampliado do Congresso e a inclusão da sociedade civil na governança das autoridades monetárias e reguladoras.

Por fim, Carneiro (2026) sintetiza o quadro brasileiro contemporâneo à luz do contexto mundial. Não há um receituário único para se estabelecer uma regulação macroprudencial genericamente recomendável, e sim experiências de destaque como EUA e Reino Unido, cada qual organizada conforme especificidades nacionais, resultando em arranjos tanto centralizados como descentralizados. O autor afirma que a crise regulatória brasileira evidenciada pelo caso Banco Master revela um vazio institucional em torno do *accountability*, numa longa trajetória de desregulação e de um modelo de autoridade monetária dotado de amplos poderes, mas escassos mecanismos de responsabilização pública. A crítica do autor aponta que o avanço institucional da autonomia do BCB não foi acompanhado por instrumentos equivalentes de prestação de contas e que, na ausência de um redesenho regulatório integrado, o sistema financeiro nacional permanece vulnerável à captura, à opacidade decisória e à instabilidade endógena.

À guisa de conclusão

A análise crítica aqui desenvolvida procurou demonstrar que a autonomia do BCB, tal como positivada na LC 179/2021, gerou implicações para a condução da política monetária e efeitos estruturais sobre a arquitetura da regulação financeira. Embora a literatura ortodoxa consolidada pelo Novo Consenso sustente que essa autonomia seja condição necessária para garantir a credibilidade da política monetária e blindá-la de ciclos políticos, a perspectiva crítico-institucional da escola pós-keynesiana evidencia que essa concepção repousa sobre pressupostos contestáveis, tanto do ponto de vista empírico quanto normativo.

A partir da abordagem hermenêutica proposta, buscou-se interpretar a autonomia como uma construção ideológica e institucional, disputada entre diferentes tradições teóricas e interesses sociais. A proposta em discussão no âmbito do Executivo federal, de centralizar ainda mais a fiscalização do sistema financeiro no próprio BCB segundo o modelo *twin peaks*, nesse cenário, acentua a assimetria institucional. Modelos regulatórios excessivamente concentrados não apenas ampliam o risco de captura institucional, como alertou Minsky (1986), ao diagnosticar a fragilidade endógena dos sistemas financeiros, mas também tendem a obscurecer a responsabilização pública, dado que diferentes dimensões do mandato institucional passam a se anular ou justificar mutuamente. Ao expandir sua esfera de ação sem expandir sua esfera de responsabilidade, o BCB corre o risco de se tornar um núcleo de poder econômico impermeável ao sistema democrático de pesos e contrapesos.

Nesse sentido, a defesa de uma supervisão “tripartite” envolvendo o BCB, a CVM e o TCU, embora teoricamente atraente, revela-se, na prática, frágil e potencialmente contraditória. A CVM, assim como o BCB, encontra-se sujeita à influência difusa dos próprios setores regulados, enquanto o TCU, embora formalmente independente, padece de limitações institucionais evidentes, entre elas o viés de indicação política e a ausência de especialização técnica em matéria de regulação bancária. Por isso, qualquer reestruturação da supervisão financeira que pretenda enfrentar a fragmentação atual não pode prescindir de um debate mais amplo sobre os mecanismos de controle democrático das autoridades reguladoras.

A presente análise propõe, nesse sentido, uma alternativa institucional fundamentada na ampliação do papel dos poderes constitucionais como instâncias

superiores de *accountability* das autoridades financeiras e monetárias. Isso incluiria não apenas a sabatina e aprovação dos dirigentes do BCB no âmbito do Congresso Nacional, mas também a criação de comissões temáticas permanentes voltadas ao acompanhamento da política monetária e da estabilidade financeira, com poderes para convocar dirigentes, requisitar dados técnicos e emitir recomendações vinculantes. Além disso, a instituição de conselhos externos de supervisão democrática junto ao BCB e à CVM, compostos por representantes da sociedade civil organizada, do meio acadêmico e de setores produtivos, poderia assegurar pluralidade de vozes na formulação e acompanhamento das políticas monetárias e regulatórias, solução já praticada, com variações, por instituições como o Banco da Inglaterra e o Fed estadunidense.

Essa reconfiguração normativa permitiria, por um lado, preservar a autonomia operacional do BCB em relação ao ciclo político imediato e, por outro, inserir suas decisões no marco institucional do Estado democrático de direito, renovando o princípio republicano de que nenhuma autoridade econômica está acima da soberania popular. O caso do Banco Master, nesse contexto, ilustrou o descompasso entre o avanço da autonomia decisória do BCB e a estagnação das instâncias institucionais de controle externo. Ao concentrar em uma mesma entidade as funções de política monetária, cambial, supervisão prudencial e resolução bancária, o modelo brasileiro ampliou o poder tecnocrático do BCB sem construir os contrapesos necessários para garantir *accountability* de modo eficaz pelos critérios democráticos.

A recomendação de um desenho institucional mais coordenado da regulação financeira, predominante na tradição minskyana e em parte da literatura pós-keynesiana, não deve ser confundida com a defesa da concentração absoluta de poder em uma única entidade tecnocrática. A crítica à fragmentação regulatória, sobretudo no contexto de sistemas financeiros complexos e sujeitos à inovação endógena, tem por objetivo fortalecer a capacidade do Estado de responder de modo articulado aos riscos sistêmicos e às pressões macroprudenciais. No entanto, essa mesma tradição sustenta que o exercício desse poder deve estar subordinado a princípios de controle democrático, transparência institucional e pluralismo decisório, especialmente quando se trata de autoridades com influência direta sobre variáveis distributivas e ciclos de crédito.

No caso brasileiro, essa tensão manifesta-se na necessidade de conciliar duas exigências igualmente legítimas. De um lado, evitar a dispersão de competências que comprometa a eficácia da regulação e da supervisão financeira. E de outro, impedir que a autonomia do BCB, em sua forma atual, evolua para um isolamento institucional inerte aos objetivos republicanos e sociais da política econômica e mesmo capturado pelo setor privado. Assim, as propostas de revisão do arranjo institucional vigente devem ser interpretadas como tentativa de estabelecer uma governança mais equilibrada, na qual funções de política monetária, regulação prudencial e resolução bancária possam operar em sinergia, porém sob marcos claros de responsabilidade política e fiscalização pública.

A ciência econômica não se exime do debate normativo, pois suas proposições carregam implicações políticas e são testadas não apenas em modelos, mas nas instituições que ajudam a moldar. A autonomia dos bancos centrais, nesse sentido, não é um dado, mas uma construção cuja validade depende de critérios públicos de responsabilidade, legitimidade e coerência com os objetivos coletivos do regime democrático. Essa trajetória de reflexão e crítica cumulativa, da qual participam autores de distintas tradições analíticas, sugere que o debate sobre o papel dos bancos centrais deve se deslocar da oposição entre autonomia e interferência para uma agenda positiva de construção institucional. Nessa agenda, o desafio é desenhar arranjos nos quais as autoridades monetárias estejam habilitadas a coordenar a estabilidade sistêmica, mas não

estejam alheias às exigências do regime democrático nem aos imperativos distributivos e sociais que justificam sua existência.

Referências

- AKLIN, Michaël; KERN, Andreas; NEGRE, Mario. Does central bank independence increase inequality? 2021. Disponível em: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/422091611242015974/pdf/Does-Central-Bank-Independence-Increase-Inequality.pdf>. Acesso em: 2 fev. 2026.
- ALESINA, Alberto; SUMMERS, Lawrence H. Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 25, n. 2, p. 151–162, 1993. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2077833>. Acesso em: 2 fev. 2026.
- ARAÚJO, Victor Leonardo de; COSTA, Glória Maria Moraes da. Bancos de desenvolvimento e mercados de capitais: panorama e perspectivas para o financiamento do desenvolvimento brasileiro. In: IPEA. *Brasil em desenvolvimento 2011: Estado, planejamento e políticas públicas*. Brasília: Ipea, 2011. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/3876>. Acesso em: 2 fev. 2026.
- ARESTIS, Philip; PAULA, Luiz Fernando de; FERRARI-FILHO, Fernando. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. *Economia e Sociedade*, v. 18, 2009, p. 1–30. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0104-06182009000100001>. Acesso em: 2 fev. 2026.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021. Estabelece a autonomia do Banco Central do Brasil e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp179.htm. Acesso em: 2 fev. 2026.
- BCB – Banco Central do Brasil. Relatório da Administração 2012. Brasília: BCB, 2012. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/surel/reladmbc/2012/pdf/bcb_relatorio_da_administracao_2012.pdf. Acesso em: 19 jan. 2026.
- BARRO, Robert J. Inflation and Economic Growth. National Bureau of Economic Research, Working Paper 5326, out. 1995. Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w5326/w5326.pdf. Acesso em: 2 fev. 2026.
- BOGDANSKI, Joel; TOMBINI, Alexandre Antonio; WERLANG, Sérgio Ribeiro C. Implementing inflation targeting in Brazil. Working Paper Series n. 1, Banco Central do Brasil, jul. 2000, p. 01–29. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/WorkingPaperSeries/wps01.pdf>. Acesso em: 2 fev. 2026.
- BORIO, Claudio E. Central banking in challenging times. BIS Papers, 2019. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/work829.htm>. Acesso em: 2 fev. 2026.
- CARDIM DE CARVALHO, Fernando. Fundamentos da escola pós-keynesiana: a teoria de uma economia monetária. In: AMADEO, Edward (org.). *Ensaio sobre Economia Política Moderna: Teoria e História do Pensamento Econômico*. Recife: Marco Zero, 1989.
- CARNEIRO, Ricardo. O banco central e a democracia. CartaCapital, Opinião, 9 jul. 2024. Disponível em: <https://www.cartacapital.com.br/opiniao/o-banco-central-e-a-democracia/>. Acesso em: 2 fev. 2026.

- CARNEIRO, Ricardo. Desregulação, fraudes e responsabilização. CartaCapital, Opinião, 29 jan. 2026. Disponível em: <https://www.cartacapital.com.br/opiniaio/desregulacao-fraudes-e-responsabilizacao/>. Acesso em: 2 fev. 2026. Casalino, Vinícius & Leda Paulani. 2018. "Constituição e independência do Banco Central." Revista Direito e Práxis 9.02: 853-889. DOI: <https://doi.org/10.1590/2179-8966/2017/26636>
- COSTA, Fernando Nogueira da. Ciclo: intervalo entre crises. Campinas, SP: Blog Cultura & Cidadania, 2019.
- CUKIERMAN, Alex; WEB, Steven B.; NEYAPTI, Bilin. Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. The World Bank Economic Review, v. 6, n. 3, p. 353–398, 1992. Disponível em: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/797831468739529187/pdf/multi-page.pdf>. Acesso em: 2 fev. 2026.
- DEOS, Simone S.; ULTREMARE, Fernanda. Bancos centrais como instituições políticas: por uma política monetária mais democrática no século XXI. Texto para Discussão IE/Unicamp nº 471, out. 2024. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/TD/TD471.pdf>. Acesso em: 2 fev. 2026.
- FISCHER, Stanley. The role of macroeconomic factors in growth. Journal of Monetary Economics, v. 32, p. 485–512, 1993. North-Holland. DOI: <https://doi.org/10.3386/w4565>.
- FRAGA, Armínio; GOLDFAJN, Ilan; MINELLA, André. Inflation targeting in emerging market economies. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Working Papers, n. 10019, 2003. DOI: <https://doi.org/10.3386/w10019>.
- FRANCO, Gustavo. Banco Central do Brasil. Brasília: Banco Central do Brasil, Coleção História Contada do Banco Central do Brasil, v. 22, 2019.
- FREITAS, Maria Cristina P. Banco Central e política macroeconômica: o regime de metas de inflação. In: CARNEIRO, Ricardo; MARCOLINO, Luís Carlos (orgs.). Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira. São Paulo: Publisher Brasil; Editora Gráfica Atitude, 2010.
- FRIEDMAN, Milton. The role of monetary policy. The American Economic Review, v. 58, n. 1, p. 1–17, mar. 1968. Disponível em: <https://www.aeaweb.org/aer/top20/58.1.1-17.pdf>. Acesso em: 2 fev. 2026.
- GADELHA, Sérgio Ricardo de Brito; DIVINO, José Ângelo. Dominância fiscal ou dominância monetária no Brasil? Uma análise de causalidade. Economia Aplicada, v. 12, n. 4, p. 659–675, out. 2008. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1413-80502008000400006>.
- GOODHART, Charles A. E. The changing role of central banks. Financial History Review, v. 18, n. 2, p. 135–154, 2011. Disponível em: <https://www.bis.org/events/conf100624/goodhartpaper.pdf>. Acesso em: 2 fev. 2026.
- GRILLI, Vittorio; MASCIANDARO, Donato; TABELLINI, Guido. Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries. Economic Policy, v. 6, n. 13, p. 341–392, 1 out. 1991. DOI: <https://doi.org/10.2307/1344630>.
- HARCOURT, G. C.; KRIESLER, Peter; HALEVI, Joseph. Central-bank independence revisited. In: Economic growth and macroeconomic stabilization policies in post-Keynesian economics. p. 209, 2020. DOI: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3120107>.

- HERMANN, Jennifer. Financiamento de longo prazo: revisão do debate e propostas para o Brasil. In: SICSÚ, João; OREIRO, José L.; DE PAULA, Luiz F. (orgs.). Agenda Brasil – Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços. Barueri: Manole; Fundação Konrad Adenauer, 2003. p. 241–293.
- KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3, p. 473–479, 1977. Disponível em: <https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/260580>. Acesso em: 2 fev. 2026.
- KREGEL, Jan. 2012. Regulação financeira dos Estados Unidos: a Lei Dodd-Frank de reforma de Wall Street e proteção ao consumidor na perspectiva atual e histórica. In: Cintra, Marcos Antonio Macedo & Keiti da Rocha Gomes. As transformações no sistema financeiro internacional. Brasília: Ipea.
- KREGEL, Jan A. Minsky and dynamic macroprudential regulation. *PSL Quarterly Review*, v. 67, n. 269, p. 217–238, 15 jun. 2014. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2508188>. Acesso em: 2 fev. 2026.
- KUHN, Thomas S. Reflexões sobre meus críticos. In: LAKATOS, Imre; MUSGRAVE, Alan (orgs.). A crítica e o desenvolvimento do conhecimento. São Paulo: Cultrix, 1979. p. 109–243.
- LAKATOS, Imre. O falseamento e a metodologia dos programas de pesquisa científica. In: LAKATOS, Imre; MUSGRAVE, Alan (orgs.). A crítica e o desenvolvimento do conhecimento. São Paulo: Cultrix, 1979. p. 109–243.
- LEVY INSTITUTE. Minsky on the reregulation and restructuring of the financial system: will Dodd-Frank prevent “It” from happening again? Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College and Ford Foundation, 2011. Disponível em: https://www.levyinstitute.org/wp-content/uploads/2024/02/rpr_04_11.pdf. Acesso em: 2 fev. 2026.
- LEVY INSTITUTE. Using Minsky to simplify financial regulation. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College and Ford Foundation, 2012. Disponível em: https://www.levyinstitute.org/wp-content/uploads/2024/02/rpr_04_12_kregel.pdf. Acesso em: 2 fev. 2026.
- LOPES, Mariana de L. M.; MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg; COLBANO, Fabiano Silvio. Metas de inflação, regra de Taylor e neutralidade da moeda: uma crítica pós-keynesiana. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 32, n. 2, p. 282–304, 2012. DOI: <https://doi.org/10.1590/S0101-31572012000200008>.
- LOYOLA, Gustavo. A necessária autonomia do Banco Central. Portal FGV, artigo de opinião, 26 ago. 2024. Disponível em: <https://portal.fgv.br/artigos/necessaria-autonomia-banco-central>. Acesso em: 3 fev. 2026.
- MINSKY, Hyman P. Stabilizing the unstable economy. New Haven: Yale University Press, 1986.
- MONNET, Eric. The democratic challenge of central bank credit policies. *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, 2023. DOI: <https://doi.org/10.1515/acl-2022-0113>.
- MORAES DA COSTA, Glória Maria. Falsa independência do Banco Central do Brasil. Carta Maior, 13 set. 2013. Reproduzido no blog Cidadania & Cultura de Fernando Nogueira da Costa. Disponível em: <https://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2013/09/13/falsa-independencia-do-banco-central-do-brasil/>. Acesso em: 3 fev. 2026.
- PELICIONI, Luís Alberto; RESENDE, Marco Flávio da Cunha. Metas de inflação, política monetária e investimento: um estudo para dezessete países. *Revista de Economia*

- Política, v. 29, n. 3(115), p. 71–92, jul.–set. 2009. DOI:
<https://doi.org/10.1590/S0101-31572009000300005>.
- PHELPS, Edmund S. Money-wage dynamics and labor-market equilibrium. *Journal of Political Economy*, v. 76, n. 4, parte 2, jul.–ago. 1968. DOI:
<https://doi.org/10.1086/259438>.
- Resende, Marco Flávio da Cunha & Fabiana Lima. 2007. “Metas de inflação e investimento: o caso do Brasil”. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 25p. (Texto para discussão; 316) Disponível em:
<https://www.cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20316.pdf> Acesso em: 3 fev.2026
- RODRIGUEZ, Rodrigo S. A natureza da independência do banco central: antecedentes históricos e ascensão na era da financeirização. *Revista de Economia Política (Brazilian Journal of Political Economy)*, v. 44, n. 3, p. 583–599, 2024. DOI:
<https://doi.org/10.1590/0101-31572024-3575>.
- ROGOFF, Kenneth. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *Quarterly Journal of Economics*, v. 100, p. 1169–1189, 1985. Disponível em:
https://rogooff.scholars.harvard.edu/sites/g/files/omnuum5901/files/rogooff/files/51_qje85.pdf. Acesso em: 3 fev. 2026.
- RUDD, Jeremy B. Why do we think that inflation expectations matter for inflation? (And should we?). *Review of Keynesian Economics*, v. 10, n. 1, p. 25–45, 2022. DOI:
<https://doi.org/10.17016/FEDS.2021.062>.
- SCHYMURA, Luiz Guilherme. A sombra da dominância fiscal e a reação do sistema político. *Carta da Conjuntura Econômica*, FGV-SP, nov. 2015. Disponível em:
<https://periodicos.fgv.br/rce/article/view/60601/58847>. Acesso em: 3 fev. 2026.
- SERRANO, Franklin. Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 30, n. 1, jan.–mar. 2010. DOI:
<https://doi.org/10.1590/S0101-31572010000100004>.
- WOODFORD, Michael. *Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy*. New Jersey: Princeton University Press, 2003.
- WRAY, Larry Randall. What should banks do? A Minskyan analysis. Working Paper n. 612, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY, 2010. Disponível em: https://www.levyinstitute.org/wp-content/uploads/2024/02/wp_612.pdf. Acesso em: 3 fev. 2026.
- WRAY, Larry Randall. Central bank independence: myth and misunderstanding. Working Paper n. 791, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY, mar. 2014. Disponível em: https://www.levyinstitute.org/pubs/wp_791.pdf. Acesso em: 3 fev. 2026.