

# Reflexões sobre banco central independente e regime de metas de inflação

## RESUMO

Os bancos centrais após a Segunda Guerra Mundial até os anos de 1970 funcionavam como agentes ativos na economia tanto no instrumental utilizado quanto nos objetivos perseguidos; entretanto, com o advento do neoliberalismo essa conduta se modificou, passando a ser defendida a independência do banco central, seguindo o regime de metas de inflação. O foco no combate à inflação passou a ser a regra para muitas autoridades monetárias, contrastando com o papel realizado na Era de Ouro. Desse modo, este artigo propõe investigar esse novo direcionamento no funcionamento dos bancos centrais, analisando os seus pontos teóricos, bem como a nova guinada de suas políticas, após a crise financeira de 2007 e o período recessivo na Europa em 2010, que se assemelharam com antigas práticas utilizadas após a Segunda Guerra Mundial. Por fim, defende-se uma maior flexibilidade na atuação dessa instituição, não restringindo-a, *a priori*, a seguir determinada conduta preestabelecida, mas se adequar aos desafios que surgirem.

## Palavras-chave

Banco Central; Regime de metas de inflação; Crise financeira.

## Código JEL

E02, E52, E58, G01.

## ABSTRACT

*Central Banks, following the Second World War and up until the 1970s, worked as agents actively involved in the economy, both in terms of the tools used and in terms of the goals pursued. However, with the advent of neoliberalism, their behaviour changed, in favour of their own independence and the adoption of an inflation targeting policy. A focus on fighting inflation became the rule for many monetary authorities, in stark contrast with their role during the Golden Era. This article, therefore, means to take a closer look at this new direction of central bank operations. It analyses their theoretical points, as well as the new shift in their policies following the financial crisis of 2007 and the period of recession in Europe in 2010, which have certain similarities to past practices used after the Second World War. Finally, the article argues in favour of greater flexibility in terms of central bank activities, which should not be restricted, a priori, to specific pre-established behaviour, but rather to be adaptable to different challenges as they present themselves.*

## Keywords

Central Bank; System of Inflation Targeting; Financial Crisis.

## JEL code

E02, E52, E58, G01.

1. Formado em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Viçosa (UFV) e mestre em economia pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Professor de economia da Universidade Federal de Ouro Preto (UFOP).

## Introdução

Desde o fim da Segunda Guerra Mundial até os anos de 1970 o sistema financeiro mundial foi regido predominantemente pelo regime de repressão financeira. Várias economias lograram expressivo crescimento econômico, redução do desemprego e aumentos salariais para a massa trabalhadora nesse período (MYRDAL, 1977). Conhecido como fordismo, esse período suscitou poucos questionamentos em relação ao modo de funcionamento dos mercados financeiros.

Entretanto, nos anos de 1970 a economia mundial apresentou desempenho claudicante, sendo exacerbado pelos choques do petróleo nessa mesma década. Essa fase de crescimento lento do produto com inflação persistente – estagflação – abriu a janela de oportunidade para a teoria neoliberal da liberalização financeira (DYMSKI, 2009).

Liberalização da conta de capital, livre entrada no setor financeiro para bancos e outras instituições financeiras, redução da intervenção do governo no mercado financeiro, privatizações, desregulamentação da taxa de juros, fim de créditos seletivos e autonomia no funcionamento dos bancos foram medidas defendidas e empregadas por diversas nações. O governo influenciando no curso do funcionamento do mercado financeiro foi visto como um dos fatores que acarretaram a perda de dinamismo da atividade econômica e a sua retirada desse mercado aumentaria a eficiência desse setor, transbordando ganhos para toda a economia (FRIEDMAN; FRIEDMAN, 1990, cap. 2).

Nesse contexto, em especial em relação à alta taxa de inflação observada, os neoliberais defenderam pela independência do banco central e o uso do regime de metas de inflação para resolver essa situação. Acreditava-se que o uso desse arcabouço não somente reduziria a inflação como também melhoraria o desempenho econômico do país que o adotasse (ROGER, 2009, seção 4). Deste modo, os bancos centrais passaram a seguir primordialmente a tarefa de estabilizar o nível de preços, deixando outras variáveis em segundo plano, contrastando com o papel desempenhado por essas instituições na Era de Ouro. Ademais, a não influência política do governo nessa instituição era fator essencial para a eficiência da política monetária, o que justificava a defesa do *status* independente para o banco central.

Com base nessa narrativa, este artigo pretende discutir sobre a relação do banco central independente (BCI) e o uso do regime de metas de inflação (RMI), mostrando como essa instituição operava no fordismo e como opera atualmente. A crise de 2007

e a baixa atividade econômica da Europa em 2010 fizeram alguns bancos centrais agir ativamente na economia de seus países tentando impulsioná-la, em forte analogia ao papel que essas instituições tinham na *Golden Age*. O presente trabalho procura, também, precisar sobre essa possível transição no funcionamento dos bancos centrais, denotando alguns benefícios dessa nova diretriz na formulação de políticas econômicas. Ademais, reflexões sobre bancos centrais independentes utilizando o regime de metas de inflação serão realizadas em base teórica.

Para esse intuito o artigo está dividido em três seções, além dessa introdução; a seção um conceitua o termo repressão financeira; a seção dois, o termo liberalização financeira, não obstante tecendo críticas para essa política, bem como explanando sobre a crise de 2007 e suas consequências; a seção três debate sobre os bancos centrais independentes e o regime de metas de inflação, narrando o papel dessa instituição no fordismo, a abordagem neoliberal e, por fim, reflexões sobre o tema. A seção quatro exhibe algumas considerações finais.

## 1. Repressão financeira

O período compreendido entre o fim da Segunda Guerra Mundial até os anos de 1970 ficou conhecido como a Era de Ouro do capitalismo (BOYER, 2000, p. 134), caracterizada pela prosperidade econômica de várias nações em volta do globo com reduzido índice de desemprego, inflação moderada, ganhos salariais crescentes para os trabalhadores e proteção social do Estado – o que se cunhou de Estado de Bem-Estar Social. Outro traço desse período foi a forma como o sistema financeiro foi regido, denotado como repressão financeira (FRY, 1988, cap. 1).

A repressão financeira pode ser entendida pela aproximação do Estado no sistema financeiro, influenciando o seu funcionamento e direcionando-o para os seus objetivos (CHANG; GABREL, 2004, cap. 9). Os mercados financeiros não são regidos precipuamente pelas forças de mercado, mas sim pelos decretos governamentais.

Entre suas políticas existia o controle da taxa de juros, a qual era geralmente estabelecida em níveis baixos com o propósito de baratear empréstimos governamentais, evitar especulações e desestimular ganhos financeiros (WILLIAMSON; MAHAR,

1998, seção 2). O risco da prática de teto para a taxa de juros era que ela incentivava o consumo, desestimulava a poupança e deixava a economia vulnerável para choques inflacionários. Caso um choque desse tipo ocorresse, e dado que a taxa de juros era limitada, os retornos reais decaíam causando a perda de atratividade dos ativos financeiros e deslocando os agentes para possuírem ativos tangíveis, ou seja, o setor financeiro sofreria uma escassez abrupta de financiamento (FRY, 1988, cap. 2). Esse risco está diretamente interligado com os choques do petróleo que a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) acarretou na década de 1970 (precisamente em 1973 e 1979) e o subsequente dismantelamento da repressão financeira (ARRIGHI, 1994, cap. 5) – o que será mais bem dissertado na próxima seção.

O controle do crédito era outra comumente prática utilizada nesse regime, por vezes atrelado à taxa de juros subsidiada (CHANG; GRABEL, 2004, cap. 9). O objetivo era fornecer créditos para setores considerados estratégicos que pudessem dinamizar o crescimento de toda a economia. Em momentos econômicos adversos essa política desempenhava um papel contracíclico, pois no momento em que o investimento privado tendia a decrescer devido às expectativas de deterioração da economia, o governo – por meio principalmente dos bancos públicos – intervinha aumentando os investimentos públicos e, por conseguinte, o investimento total. Esses investimentos corriqueiramente eram visados para melhorar a infraestrutura e o setor produtivo. Entretanto, essa seletividade do crédito incorria em riscos perniciosos para o correto funcionamento da economia, como clientelismo político e investimentos ineficientes (MISHKIN, 2009, p. 28).

A entrada no setor bancário e na indústria de serviços financeiros era restringida e deveria, caso a entrada fosse de fato ocorrer, atender a alguns requisitos estabelecidos pelo Estado (MATHIESON; ROLDÓS, 2004, cap. 2). Esses requisitos variavam para cada país, todavia, havia os mais comuns como determinada porcentagem do capital disponível para empréstimos ser direcionada compulsoriamente para o setor rural, a instituição financeira possuir uma porcentagem de reservas obrigatórias ou restrições no escopo de suas atividades. O setor bancário de países com o regime de repressão financeira geralmente era concentrado e com pouca competição entre as instituições, bem como a indústria de serviços financeiros, que possuía pouca diversificação de mecanismos de investimento e captação de poupança (DYMSKI, 2009, seção 1).

Outra característica era a reduzida autonomia dos bancos no seu funcionamento (GOLDBERG, 2009, seção 1), o que pode ser entendido como um corolário da característica citada no parágrafo anterior. O governo ditava as regras e coordenava como os bancos deveriam agir para cada situação, ou seja, as forças de mercado pouco influenciavam na operacionalização dessas instituições. Novamente, existiam riscos nesse tipo de política, como o favoritismo político que fazia com que projetos de investimento questionáveis fossem aceitos em detrimento de projetos lucráveis e bem construídos (MISHKIN, 2009, p. 29). No decorrer do artigo, como será notado, essa prática foi um dos fatores que ajudaram a desencadear a crise asiática de 1997.

Os bancos eram majoritariamente públicos, voltados para os objetivos escolhidos pelo governo e com proximidade dos setores que seriam beneficiados (GRAHAM, 2004, cap. 10). A defesa pelas privatizações, um dos alicerces da política defendida pelos neoliberais para minar o regime de repressão financeira, atinge justamente esse traço dos sistemas financeiros; desvinculará as ações dos bancos com os propósitos governamentais, colocando essas instituições sob a égide das forças do mercado para funcionar e, por consequência, atendendo as necessidades da população, não negligenciando setores ou escolhendo “campeões” (GRAHAM, 2004, cap. 10).

O último traço dos regimes de repressão financeira era o controle da conta de capital (PIKETTY, 2014, cap. 6). O fluxo de capitais era restrito, sofrendo condicionalidades tanto para entrar e/ou sair do país e algumas vezes sujeito à discricionariedade por parte do governo. A economia desse tipo de regime era pouco líquida e carecia de fontes externas de financiamento. Se considerarmos os países em desenvolvimento (PEDs) que sofrem com crises de balanço de pagamentos, a liberalização da conta de capital poderia aliviar esse empecilho para o seu crescimento econômico, além de fornecer crédito para incrementar os investimentos da economia (RODRIK; SUBRAMANIAM, 2009, seção 2).

Desse modo, essas características elucidam o regime de repressão financeira, que vigorou por algumas décadas na maioria das nações após a Segunda Guerra Mundial. Entretanto, nos anos de 1970 ele é questionado, acarretando a liberalização financeira, com o intuito de superar a fase de estagnação econômica que diversas economias se encontravam (FRY, 1988, cap. 1). Os choques do petróleo e o aumento da taxa de

juros norte-americanos a partir de 1979 auxiliaram no aprofundamento dessa crise (ARRIGHI, 1994, cap. 5), embora não tenham sido os fatores primordiais que concorreram para causá-la.<sup>2</sup>

## 2. Liberalização financeira

Esta seção conceitua o termo liberalização financeira (subseção 2.1), mostra as críticas que essa política recebeu (subseção 2.2) e explana sobre os fatores que causaram a crise financeira de 2007 (subseção 2.3). O objetivo é traçar um quadro geral sobre a liberalização financeira, procurando entender os motivos que impulsionaram a sua adoção e as consequências que ocorreram após a sua implementação. Por fim, não é do nosso interesse se posicionar a favor ou contra a liberalização financeira, mas tão somente descrever o desenvolvimento do sistema financeiro, de modo a compreender o seu funcionamento contemporâneo.

### 2.1. Conceito

O estado em que se encontravam várias economias na década de 1970 colocou em dúvida o regime de repressão financeira e vários autores passaram a defender a liberalização financeira como forma de superar as adversidades econômicas e trazer os países de volta para a trajetória de crescimento do produto (DEMIRGUC-KUNT; LEVINE, 1996; KING; LEVINE, 1993; LEVINE; ZERVOS, 1998).

Em termos gerais, a liberalização financeira pode ser entendida como a retirada do governo do sistema financeiro por meio, principalmente, de inúmeras privatizações e a confiança de que as forças de mercado e os interesses privados guiarão o sistema financeiro para um melhor funcionamento (WILLIAMSON; MAHAR, 1998, seção 3). Os próximos parágrafos citarão e dissertarão sobre algumas dessas medidas defendidas e que consubstanciaram no termo liberalização financeira.

---

2. Apesar de fugir do foco deste trabalho, uma discussão sobre as causas da crise dos anos 70 e 80 pode ser vista nos trabalhos de Myrdal (1977), Hayek (1970) e Sweezy (2004).

O governo não mais controlaria o direcionamento do crédito na economia, deixando essa tarefa a cargo do setor privado, que buscaria as oportunidades mais lucráveis e com maior retorno social (FRIEDMAN; FRIEDMAN, 1990, cap. 1). Portanto, a economia como um todo seria beneficiada e não haveria uma preferência *a priori* por determinado setor (GARRISON, 1996). Setores e agentes outrora excluídos para receberem esses empréstimos estariam aptos a recebê-los, bastando apresentarem, em maior medida, argumentos econômicos e não mais políticos para usufruírem dessas quantias.

As taxas de juros seriam desreguladas, não haveria mais teto para o seu limite e investimentos que antes não se mostravam viáveis devido ao baixo retorno que tinham, agora poderiam ser concretizados (CHANG; GRABEL, 2004, cap. 9). O nível de eficiência dos investimentos seria incrementado pois sem as restrições impostas, os agentes teriam maior liberdade para explorar novos espaços e oportunidades. Esse aumento seria relativo também à taxa de investimento (formação bruta de capital fixo/PIB) aumentada, em virtude de uma maior produtividade. Teoricamente, esperava-se esses efeitos com a desregulamentação financeira. Conseqüentemente, a poupança também recrudesceria e o consumo se reduziria. A economia não sofreria pressões de demanda, como foi diagnosticado na década de 1970 (MINSKY, 1986, cap. 2), pelo contrário, conforme a oferta fosse ampliada com os investimentos a tendência seria de os países apresentarem uma inflação declinante.

A livre entrada de bancos estrangeiros minaria o problema da concentração bancária e imporiam maior competição nesse setor (POMERLEANO; VOJTA, 2004, cap. 3). Novos serviços bancários e financeiros seriam criados, o custo de utilizá-los se reduziria e pessoas de classe de renda mais pobre fariam parte desse processo. O bem-estar social aumentaria na medida em que pessoas excluídas do consumo de bens duráveis poderiam entrar nesse mercado com financiamento barato (LAPAVITSAS, 2011).

As vantagens citadas serviram de suporte para a realização da reforma financeira, culminando na liberalização financeira. Não obstante, algumas dessas vantagens não se concretizaram, como é o caso da elevação do investimento em algumas economias (RODRIG; SUBRAMANIAN, 2009). Todavia, uma das principais conseqüências dessa reforma foi tornar o sistema financeiro mais frágil (MINSKY, 1986), o que foi verificado pelo surgimento de crises financeiras. A próxima seção, ao apontar críticas à liberalização financeira, ajuda a entender o porquê da ocorrência dessas crises.

## 2.2. Críticas

O desempenho que algumas economias apresentaram depois da liberalização financeira suscitou críticas direcionadas para essas políticas (CROTTY, 2011; DIAZ-ALEJANDRO, 1985; GRABEL, 1995; GRABEL, 2012; STIGLITZ, 2000).

As economias se tornaram mais vulneráveis ao ambiente financeiro externo (MINSKY, 1986), uma vez que os controles de capitais foram retirados e os capitais fluíam livremente entre os países. Ao menor sinal de deterioração econômica os investidores externos não hesitavam em retirar os seus capitais do país, causando abruptas desvalorizações cambiais e dificultando o serviço da dívida externa.

A redução de práticas corruptas não se verificou, pelo contrário, escândalos de esquemas corruptos eram descobertos, com danos na credibilidade do país (CHANG; GRABEL, 2004, cap. 9). Gerentes passaram a receber remunerações em valores elevados enquanto as corporações que comandavam apresentavam desempenho errático e, portanto, dúvidas quanto aos objetivos seguidos por esses agentes eram levantadas, como o beneficiamento pessoal em detrimento ao da empresa (LAZONICK, 2011 e 2012).

Agentes passaram a fazer especulações em várias economias se aproveitando do diferencial da taxa de juros e da taxa de câmbio para obterem lucros financeiros (GRABEL, 1995). Essa característica retrata outra consequência adversa da liberalização financeira que foi o ganho de proeminência do setor financeiro em contrapartida com a perda de relevância do setor produtivo (HUSSON, 2015; PALLEY, 2007). Muitas empresas passaram a reinvestir os seus lucros não em investimentos de longo prazo, mas sim nos mercados financeiros (CROTTY, 2003). Acoplado a isso, várias corporações tomavam medidas que maximizassem os seus valores acionários, ainda que essas políticas aumentassem o desemprego e reduzissem o seu crescimento de longo prazo (STOCKHAMMER, 2004).

A liberalização financeira permitiu que o setor financeiro ganhasse proeminência no funcionamento de muitas economias, dando origem a um maior movimento de capitais e inovações financeiras. As crises especulativas que surgiram posteriormente à abertura estão relacionadas com esses traços, como é o caso da crise mexicana de 1994, a crise asiática de 1997 e a crise russa de 1998. Dado os propósitos deste artigo, somente a crise financeira de 2007 nos EUA é descrita na próxima subseção, a qual



engloba características que serão úteis para elucidar melhor alguns pontos que foram questionados pelos críticos da liberalização, além de fornecer subsídios para reflexões sobre o papel dos bancos centrais.

### 2.3. A Crise financeira de 2007

Esta seção é baseada precipuamente no trabalho de Dymski (2012), que descreve a crise financeira de 2007. No final dos anos de 1970, os EUA passavam por uma crise bancária em meio a um ambiente econômico recessivo, conforme foi denotado nas seções anteriores, caracterizado por baixo crescimento do produto, alto desemprego e inflação persistente (DYMSKI, 2009; DYMSKI, 2012).

Nos anos de 1980, os países da América Latina, também passando por adversidades econômicas, se encontravam com restrições no balanço de pagamentos e crescentes serviços da dívida externa (ARRIGHI, 1994, cap. 5). Uma alternativa para ganharem fôlego foram os empréstimos que os bancos norte-americanos concederam para essas nações. Entretanto, com o agravamento da crise desses países – o que ficou conhecido como a crise da dívida – os bancos dos EUA foram fortemente prejudicados com os *defaults* dos empréstimos concedidos. A perspectiva de restrição de crédito, redução da liquidez e falências bancárias – que de fato ocorreram – fizeram com que as autoridades americanas tomassem providências para melhorar a situação financeira dos bancos do país (DYMSKI, 2012).

Fusões e aquisições bancárias foram liberadas como medidas para fortalecer a competição bancária e resolver o problema de muitos bancos estarem em situação financeira crítica (DYMSKI, 2012). Esperava-se que essa prática retirasse os bancos menos eficientes do mercado e aumentasse a escala de operação dos que ficassem. Essas alterações estão em consonância com o receituário econômico empregado na época, ao qual englobava políticas que incentivavam a abertura dos mercados financeiros e maior competição entre as instituições financeiras (VAN ARNUM; NAPLES, 2013). Ademais, crescentes medidas para desregular o sistema bancário foram tomadas, novamente com o intuito de superar o quadro de deterioração desses bancos.

Em meio a essa conjuntura de incertezas em relação ao setor bancário, em 1984 o governo dos EUA socorreu o Banco Continental de Illinois que estava se aproxi-

mando de uma situação de insolvência (DYMSKI, 2012). Todavia, é importante notar que essa operação envolveu o aporte de dinheiro público arrecadado, entre outras maneiras, diretamente da população, para garantir a não falência de uma instituição financeira privada. Esse banco foi considerado pelas autoridades governamentais como uma instituição com relevância para o bom funcionamento do mercado financeiro e que, caso quebrassem, poderia vir a deturpar todo o sistema financeiro; em outras palavras, essa instituição era *too big to fail*<sup>3</sup> (DYMSKI, 2012).

A partir desse evento diversas instituições financeiras tentavam aumentar o seu tamanho e sua importância no mercado financeiro de modo a serem consideradas *too big to fail*. Ser cunhado com tal *status* garantiria que caso alguma vicissitude ocorresse e deixasse a empresa em situação crítica, o governo iria intervir e apoiar a sobrevivência da instituição. Além disso, o mercado passou a valorizar instituições supostamente *too big to fail*, dado as vantagens que adviriam dessa “nomeação”.

As instituições passaram a fazer fusões e aquisições sem maiores considerações sobre o ganho operacional, mas tão somente com o intuito de passarem a ser vistas como *too big to fail* (DYMSKI, 2012). E nesse quesito entra outra problemática relacionada a esse tipo de política: as instituições e agentes financeiros não sabem que determinada empresa é *too big to fail* até ela precisar e ser resgatada pelo governo. O processo é intrinsecamente formado por apostas e suposições.

Embora essa prática tenha algumas vantagens de curto prazo como a redução do risco de corrida bancária e o aumento da estabilidade do setor bancário (MINSKY, 1986), ela distorce o mercado na medida em que ele passa a valorizar instituições *too big to fail*, em detrimento de outras instituições.

O *Federal Reserve (The Fed)*, o banco central dos Estados Unidos da América, possui o papel de emprestador de última instância. Caso instituições financeiras estejam à beira de uma crise de insolvência ou de falta de liquidez, o Fed desempenha a função de injetar liquidez nessas instituições. Dado a proeminência do dólar como moeda e reserva universal, o Fed se torna crucial para a estabilidade do sistema financeiro, uma vez que só poderão existir *defaults* por instituições norte-americanas se o

---

3. De acordo com DymSKI (2012), essa expressão foi utilizada pela primeira vez nesse ano (1984), quando o presidente do *Office of the Comptroller of the Currency* dos EUA, Todd C. Conover, justificou o aporte monetário ao Banco Continental de Illinois.

Fed se recusar a injetar liquidez nelas. É uma situação totalmente diferente de nações que possuem uma moeda de pouca aceitação global.

Desse modo, a consciência de ter um banco central que seria prestador de última instância, a confiança de instituições que se julgavam ser *too big to fail* e que se estivessem na iminência de falir seriam resgatadas pelo governo e a desregulamentação do setor bancário foram ingredientes que acarretaram a maior tomada de risco pelas instituições financeiras.

O *moral hazard* foi incrementado.<sup>4</sup> Conforme as instituições financeiras percebiam que se tornar *too big to fail* garantiria o auxílio do governo em casos de insolvência, elas passaram a tomar posições mais arriscadas e a empreender operações de maior risco (DYMSKI, 2009). O mercado precificava melhor instituições tidas como grande demais para falir. Ademais, como essas grandes instituições eram conectadas com várias partes do mercado financeiro nacional e internacional, a quebra dessas poderia representar um colapso na economia, fazendo com que o custo social de sua insolvência fosse elevado.

Nos anos de 1990, credores começaram a oferecer empréstimos que ficaram conhecidos como empréstimos predatórios, incluindo hipotecas *subprime*. Estes eram instrumentos muito lucrativos para os intermediadores financeiros, pois carregavam altas taxas de juros e de tarifas, não obstante sendo garantidos por fortes colaterais (DYMSKI, 2010).

Conforme os tomadores de empréstimos predatórios (principalmente as hipotecas *subprime*) não conseguiram pagar as parcelas e como títulos securitizados com base nesses empréstimos de alto risco tinham sido absorvidos pelo mercado financeiro, várias instituições financeiras ficaram expostas com os *defaults* (LAPAVITSAS, 2009). Paulatinamente a situação foi se deteriorando até o seu ápice, que foi a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers em setembro de 2008.

Percebeu-se que muitas instituições financeiras estavam expostas devido às inúmeras alavancagens realizadas, o mercado estava demasiadamente concentrado em poucos bancos (Bank of America, JP Morgan Chase & Co., Citigroup Inc. e Wells Fargo), a regulamentação bancária não conseguia acompanhar as inovações financeiras.

---

4. Dymski (2009) cita o comportamento dos grandes bancos dos EUA antes da crise de 2007 como evidência do *moral hazard*. Enquanto os outros bancos reduziam os empréstimos hipotecários, os grandes bancos aumentaram esse tipo de crédito, desconsiderando os riscos crescentes.

ras e as agências de classificação de crédito erraram em suas avaliações ao denotarem boas notas para empréstimos de caráter duvidoso (DYMSKI, 2012).

Entretanto, a lição que se pode tirar dessa crise é que o banco central tem capacidade para desempenhar um papel mais ativo intervindo na economia. Em particular, o Fed empreendeu uma política monetária expansionista – *quantitative easing* – para não deixar que o sistema financeiro entrasse em colapso. Instituições com problemas de solvência foram socorridas, títulos podres foram resgatados e as taxas de juros foram reduzidas de modo a tentar retirar a economia da recessão. Em dezembro de 2008 o Fed possuía 1,5 trilhão de dólares em estoques de créditos em seu balanço (CHAN; MCGINTY, 2010).

Não somente com a função de amenizar a gravidade de crises, bancos centrais podem ser agentes com função proeminente na economia, realizando investimentos produtivo e social, controlando a liquidez, financiando o governo e ajudando a incrementar o PIB. Em outras palavras, defende-se um papel mais ativo para o banco central, uma vez que concentrar as políticas dessa instituição somente em metas inflacionárias restringe de forma significativa a contribuição que a autoridade monetária poderia fornecer para a economia. Ao mesmo tempo, não estamos defendendo uma maior flexibilização da atuação do banco central de forma irrestrita. De acordo com os desafios enfrentados, o banco deveria se ajustar para melhor utilizar o seu instrumental, e não, *a priori*, já possuir uma posição definida, sem antes avaliar as circunstâncias.

### 3. Banco central e o regime de metas de inflação

Esta seção descreve a inflexão do comportamento do banco central entre o fordismo<sup>5</sup> e o neoliberalismo (seções 3.1 e 3.2). E a seção 3.3 tece críticas ao novo escopo de atuação do banco. Em suma, defende-se uma maior liberdade de atuação para o banco central, visto que o custo de oportunidade de restringir as suas políticas é sig-

---

5. Escolhemos o período do Fordismo como base de comparação porque a inflexão no comportamento do banco central ocorre justamente no fim desse período e início do Neoliberalismo.

nificativo, principalmente para países em desenvolvimento. Não obstante algumas vantagens que o regime de metas de inflação trouxe – e que são apontadas no decorrer das seções –, não parece razoável delimitar o comportamento desse banco para quaisquer contextos.

### 3.1. O papel do banco central no fordismo

Antes de entrar na abordagem sobre o regime de metas de inflação e banco central independente, será mostrado como esses bancos funcionavam durante a era do fordismo.

A recente história de bancos centrais da Europa ocidental, Reino Unido, EUA e outros países desenvolvidos é denotada com intervencionismos por meio do financiamento do governo, gerenciamento do câmbio, uso de técnicas diretas de alocação de capital para determinados setores e empréstimos subsidiados (EPSTEIN, 2007). Esses países lograram altas taxas de crescimento com a coordenação do banco central com o governo, ambos procurando atingir objetivos econômicos e sociais.

Políticas de alocação de crédito empreendidas pelos bancos centrais para outros bancos de desenvolvimento realizarem projetos direcionados para áreas escolhidas foram uma marca das nações conhecidas como países recentemente industrializados. Esses projetos visavam muitas vezes o setor rural, fornecendo empréstimos com taxa de juros subsidiadas, que se tornaram fatores importantes para o financiamento de médio e longo prazo (AMSDEN, 2001; EPSTEIN; GRABEL, 2007).

Países industrializados foram bem-sucedidos em desenvolver e atingir metas sociais quando o banco central estava em sintonia com os objetivos do país e as finanças eram subordinadas ao desenvolvimento econômico (CHANG; GRABEL, 2004, cap. 9). Isso exhibe outra função que os bancos centrais empreenderam, a de não somente concentrar na área estritamente econômica, mas na social também, procurando minar a pobreza, a fome e a desigualdade de renda. Pode-se dizer com base nesse tipo de operação que os bancos centrais eram agentes que promoviam o desenvolvimento social.

Dada a tendência de países atrasados seguirem as diretrizes de políticas adotadas em nações mais desenvolvidas, com relação à função do banco central não foi diferente, os PEDs nesse período seguiram o receituário do banco central como agente

que promove o crescimento e desenvolvimento econômico (EPSTEIN, 2013). Países como a Coreia do Sul, Taiwan, Brasil, Índia e China são economias que tiveram o banco central com papel desenvolvimentista e que lograram bons resultados. Desse modo, após a Segunda Guerra Mundial, o banco central atuando ativamente no cenário econômico foi uma característica de muitas nações.

Além de estimular o crescimento econômico, esses bancos não negligenciavam a taxa de inflação e mesmo a estabilidade do sistema financeiro, eram instituições com múltiplas tarefas, não restritas a somente um objetivo. “*Historically, central banks used to play the lead role in safeguarding financial stability, as lenders of last resort and through measures aimed at preventing financial instability in the first place*” (BIBOW, 2010, p. 6).

Entretanto, nos anos de 1970, o quadro de alta inflação e baixo crescimento em muitos países, exacerbado pelos choques do petróleo da OPEP, suscitou críticas à forma como o banco central atuava. E é nesse contexto que se deve entender a guinada para a defesa de bancos centrais independentes e visados primordialmente – e muitas vezes unicamente – para combater a inflação.

### **3.2. Abordagem neoliberal para o banco central e o regime de metas de inflação**

O regime de metas de inflação se caracteriza pelo comprometimento do banco central em seguir uma determinada inflação preestabelecida. Existe uma margem de tolerância para essa inflação de normalmente dois pontos percentuais acima e abaixo da inflação visada. Essa margem fornece maior liberdade para a autoridade monetária suavizar choques na economia, isto é, caso a economia esteja passando por um processo de deflação, o banco central poderia empreender uma política monetária expansionista, aumentando a atividade econômica e a inflação podendo passar da meta alvo.

Banco central independente é a retirada da influência do governo nas decisões dessa instituição. O banco não sofreria pressão política ao formular suas políticas. Com o RMI, o banco central independente poderia se concentrar exclusivamente em sua principal tarefa que é a de garantir a estabilidade do preço. O afastamento do governo ajudaria nessa jornada, uma vez que a política monetária não seria usada para

fins eleitorais, ou seja, não haveria o problema da inconsistência temporal (KYDLAND; PRESCOTT, 1977).

Além de defenderem a meta de inflação como o único objetivo da autoridade monetária, neoliberais são favoráveis ao uso da política monetária apenas para seguir essa diretriz, e mesmo assim com restrições, dado o seu potencial para desestabilizar a economia e a crença de que o seu uso somente altera as variáveis nominais no longo prazo, deixando as variáveis reais inalteradas no longo prazo. Crédito seletivo, taxa de juros subsidiadas e outras ferramentas outrora utilizadas pelos bancos centrais não deveriam ser empregadas. Ademais, a inflação retira o poder de compra da população, bem como causa conflitos distributivos. Portanto, o seu controle garantiria melhor desempenho econômico para o país em questão (ROGER, 2009).

Outro fator positivo do banco central ao seguir o RMI seria a maior transparência, comprometimento e, por conseguinte, credibilidade que seria auferida. O banco mostraria para a população por meio de relatórios os seus objetivos, metas e justificativas para suas ações; estando a política monetária livre da intervenção governamental, direcionada para a meta inflacionária e com maior transparência em suas ações, a discricionariedade do seu uso seria limitada. Consequentemente a credibilidade aumentaria, o que recrudesceria a eficácia de suas ações.

A defesa pelo RMI e de BCI surgiu após o quadro de deterioração econômica que muitos países passavam nos anos de 1970, entretanto, foi somente no final dos anos de 1980 que o processo ganhou força. Se atualmente várias nações adotam esse arcabouço, em 1985, para se ter uma ideia, apenas três bancos centrais eram considerados independentes: Bundesbank (banco central da Alemanha), Banco Nacional Suíço (BSN - banco central da Suíça) e o Federal Reserve (LASTRA, 1996).

A ascensão de BCIs coincidiu com a priorização da política monetária para estabilizar os preços e o estabelecimento de metas inflacionárias (ARESTIS; SAWYER, 2003). Concomitantemente a esse processo vários acadêmicos que eram proeminentes economistas monetários e defensores do RMI se tornaram economistas de bancos centrais ou formuladores de políticas (BIBOW, 2010). Cabe salientar que esse processo ocorreu em um momento em que a inflação global estava em queda, o que pareceu confirmar a teoria proposta, ajudando no ímpeto de empregar esse instrumental (BIBOW, 2010). O Consenso de Washington, o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial também influenciaram no estabelecimento dessa política.

### 3.3. Reflexões sobre banco central independente e o regime de metas de inflação

Vários estudos tratam da relação do banco central independente e o regime de metas de inflação, entretanto, a questão está longe de ter um consenso; enquanto Roger (2009) e Alesina e Summers (1993) confirmam a proposição neoliberal de redução da inflação e melhor desempenho econômico após a adoção do RMI, Bibow (2010) e Epstein e Yeldan (2008) não acham essa relação.

Esses estudos se deparam com dificuldades como a impossibilidade de estudar o mesmo período de tempo com e sem o RMI (ROGER, 2009), o que é uma recorrência prosaica na Ciência Econômica. Além disso, há a questão da endogeneidade ao adotar as metas inflacionárias, pois o comportamento do banco central e dos agentes se altera, tornando mais difícil a tarefa de comparar períodos com o regime e sem ele. Por fim, e talvez a questão mais controversa desses estudos, seja medir o grau de independência do banco central acuradamente; dependendo da medida que for utilizada os resultados podem variar significativamente.

Um ponto-chave dessa discussão é a respeito da hipótese de a moeda ser neutra no longo prazo e somente poder alterar variáveis reais no curto prazo, ou seja, o uso indevido da política monetária causaria perturbações desnecessárias na economia (ROMER, 2012, cap. 5). Se desconsiderar essa suposição – ou seja, se se considerar a não neutralidade da moeda no longo prazo, a política monetária influenciaria o resultado de variáveis reais no longo prazo como o emprego e o produto e faria pouco sentido limitar o escopo de ação do banco central para apenas metas nominais, em particular, a meta inflacionária.

Ademais, se se considerar a hipótese de informações assimétricas e imperfeitas, complicaria ainda mais a abordagem neoliberal, porque as informações não mais seriam facilmente encontradas e usadas pelos agentes na hora de tomarem suas decisões, haveriam disparidades em suas ações, uma vez que alguns agentes contariam com mais informações do que outros. O resultado agregado estaria sujeito a resultados não esperados por alguns desses agentes. Desse modo, violar as expectativas racionais significa inviabilizar esse arcabouço teórico (GRABEL, 2003).

Carvalho (1995) questiona outra suposição do modelo favorável à liberalização financeira, a de que todos os agentes usariam o modelo correto na tomada de de-



cisão. Se assim fosse, por que somente o governo usaria o modelo incorreto? A resposta neoliberal é de que o governo, por ser transitório e depender do apoio eleitoral, iria utilizar a política monetária de forma indevida, com objetivos de curto prazo em detrimento das metas de longo prazo. A defesa pela independência do banco central desconsidera o conflito de interesses que existe em sociedades democráticas. Ao eleger o governo a sociedade espera que ele cumpra o prometido por meio de seus instrumentos disponíveis e um deles é justamente o banco central com a política monetária. Imaginar um banco central independente no sentido literal seria pernicioso na medida em que os seus objetivos poderiam estar fora de sintonia com o desejo das famílias. E o próprio termo independente parece pouco verossímil, uma vez que como qualquer instituição, o banco central está sujeito a pressões de variados grupos.

Ao estabelecer a meta inflacionária como único objetivo a ser seguido, o banco central está favorecendo a comunidade financeira em dois sentidos: o primeiro pela inflação baixa que não iria corroer o rendimento de ativos financeiros e o segundo pela política monetária restritiva, caracterizada pela elevação da taxa de juros, que aumentaria o retorno dos ativos atrelados a essa taxa, como os títulos públicos. Do lado oposto estariam os excluídos que não participam do mercado financeiro devido à sua condição econômica e social; e uma vez que o banco central poderia empreender outras políticas que beneficiassem mais diretamente essas famílias – porque a baixa inflação é algo benéfico, entretanto, há necessidades mais urgentes –, ele está favorecendo alguns grupos a despeito de outros. Faz parte de sociedades democráticas esse conflito de interesses, porém, em sociedades mais justas, um tratamento adequado para compensar as desigualdades de inserção no mercado financeiro também se faz necessário. O que não é concebível é pensar em um banco central independente de qualquer pressão política.

Responsabilizar o banco central somente com o resultado obtido no controle da inflação é outra questão que merece atenção. Dado que a maneira de atingir determinado patamar de inflação pode prejudicar alguns grupos da população, como aumentar o desemprego ao empregar uma política monetária restritiva, a autoridade monetária deveria ser responsabilizada por essas ações também. O conflito distributivo que suas medidas acarretam não deveria ser negligenciado e tampouco o banco central ser eximido dessa consequência.

Conquanto a baixa inflação seja algo benéfico para a economia, por exemplo, ao proteger o rendimento da população, evitar reajustes constantes e indexações, o custo de oportunidade de seguir somente essa prática é alto se levar em conta o atual quadro econômico e social de alguns países. Países em desenvolvimento que lutam contra a fome, pobreza, desigualdade de renda, desemprego elevado e baixa remuneração deveriam se concentrar nesses problemas mais urgentes e não somente na inflação. O ponto não é negligenciar a taxa inflacionária, porque de fato altas taxas se tornam nocivas ao crescimento econômico, entretanto, empregar políticas unicamente para combatê-la e desconsiderar essas mazelas sociais parece pouco razoável.

Como foi mostrado na subseção 3.1, historicamente os bancos centrais foram agentes econômicos ativos que auxiliaram o governo na execução de políticas econômicas fornecendo créditos para alguns setores, subsidiando empréstimos, monitorando o mercado financeiro mais de perto, garantindo a estabilidade da moeda, impulsionando o crescimento do PIB e combatendo problemas sociais. Em suma, o banco central pode empreender outras metas e tomar ações para atingi-las. Talvez uma meta com variável real fosse mais benéfico, como garantir a redução do desemprego em economias que possuem esse problema em magnitude elevada ou aumentar a taxa de investimento em países que carecem de investimentos em setores estratégicos. Isto é, defender uma política que se ajuste a qualquer situação e contexto é um erro recorrente que a história tem mostrado ao longo dos anos; deve-se levar em conta as especificidades de cada nação ao elaborar políticas econômicas; nas palavras de Epstein (2013, p. 283) “*one size does not fit all: goals and tools can be tailored to fit specific national and conjunctural needs*”.

O banco central pode lograr credibilidade sem a necessidade de seguir as práticas defendidas pelos neoliberais. Maior transparência e responsabilidade na condução da política monetária são boas práticas derivadas do arcabouço do BCI e RMI e podem ser atingidas com o comprometimento de comunicar as ações empregadas por meio de relatórios, expor os objetivos, justificar as alterações de algumas políticas, deixando assim o público informado sobre o *modus operandi* da instituição.

Conforme algumas experiências de crescimento econômico bem-sucedidas denotam, o convívio de inflação em nível moderado e bom desempenho econômico não precisa ser um *trade-off*, como mostrou o Japão e a Coreia nas décadas de 1960 e 1970, que embora possuíssem uma inflação relativamente alta (por volta de 20%),

lograram fortíssimo crescimento econômico (CHANG; GRABEL, 2004, cap. 10). A Alemanha e a Suíça conviveram com baixo nível de inflação na década de 1990 sem seguirem políticas monetárias rígidas, porém, os bancos centrais desses países eram rigorosos em termos de transparência e comprometimento com objetivos estabelecidos, além do passado de hiperinflação que criou um sentimento de aversão à inflação por parte da população alemã (MISHKIN, 1999). Essas experiências mostram que baixa inflação não necessariamente é atrelada com BCI ou RMI e que o convívio com certo grau de inflação não é tão prejudicial para o desempenho econômico do país.

Com reflexões sobre o tema BCI e RMI que têm ocorrido, com alguns bancos centrais em torno do globo tomando ações desenvolvimentistas para ajudarem a retirar a economia da baixa atividade econômica e o FMI defendendo o uso de algumas dessas práticas - principalmente após a crise dos EUA em 2007 e a recessão europeia em 2010 - resta esperar a superação desse momento econômico adverso e avaliar se essa nova guinada na formulação de políticas econômicas é algo temporário ou permanente. Entretanto, o debate que tem emergido é fundamental para a evolução do uso da política monetária e o funcionamento do banco central.

## **Considerações finais**

Após a explanação sobre o fim do regime de repressão financeira e o advento da liberalização financeira com a defesa pela independência do banco central e o uso do regime de metas de inflação, a atual conjuntura econômica demonstra que um papel mais ativo para o banco central seria benigno para o funcionamento de muitas economias, como o fordismo bem ilustrou. Concentrar somente no combate à inflação restringe demasiadamente o escopo de ação de uma instituição que pode atingir muitos outros objetivos – muitas vezes mais urgentes que a inflação.

A defesa pela independência do banco central esbarra em princípios democráticos e negligencia o conflito de interesses que está subjacente no processo de formulação de políticas. Destarte, parece pouco plausível imaginar uma instituição independente e fora da órbita política.

A crise de 2007 e a conjuntura recessiva da Europa em 2010 incentivaram bancos centrais em alguns países a adotarem ferramentas mais desenvolvimentistas, lembrando o papel mais ativo que essas instituições tinham no fordismo. Até mesmo o FMI defendeu o uso dessas medidas, embora de maneira temporária. Também não se devem desconsiderar alguns pontos positivos da atual abordagem neoliberal para BCI e RMI que é a maior transparência e responsabilidade na conduta da autoridade monetária, sem dúvida bons legados para uma eficaz política econômica. Por fim, com o debate que emergiu sobre a independência do banco central e o uso do regime de metas de inflação, espera-se que novos rumos sejam dados para o escopo de ação dessa instituição e que análises teóricas e empíricas passem a ser levadas em conta nesse debate. Este artigo foi um *survey* da bibliografia sobre bancos centrais, que foi contrastada com eventos contemporâneos. O objetivo foi fomentar essa discussão para adequar as atividades dos bancos centrais com os desafios atuais enfrentados por algumas economias.

## Referências

- ALESINA, A.; SUMMERS, L. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 25, n. 2, 1993, p. 151-162.
- AMSDEN, A. H. *The Rise of 'The Rest': Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*. Oxford: Oxford University Press, 2001.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. Inflation Targeting: A Critical Appraisal. *Working Paper*, New York, The Levy Economics Institute of Bard College, n. 388, sep., 2003.
- ARRIGHI, G. *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of our Times*. Verso, 1994.
- BIBOW, J. A. Post Keynesian Perspective on the Rise of Central Bank Independence: A Dubious Success Story in Monetary Economics. *Working Paper*, New York, The Levy Economics Institute of Bard College, n. 625, oct., 2010.
- BOYER, R. Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis. *Economy and Society*, vol. 29, n. 1, 2000, p. 111-145.
- CARVALHO, F. The Independence of Central Banks: A Critical Assessment of the Arguments. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 18, n. 2, 1995, p. 159-175.
- CHAN, S.; MCGINTY, J. C. Fed Documents Breadth of Emergency Measures. *The New York Times*, 2010. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2010/12/02/business/economy/02fed.html>>. Acesso em: 07/09/2014.
- CHANG, H. J.; GRABEL, I. *Reclaiming Development: An Alternative Economic Policy Manual*. London: Zed Books, 2004.
- CROTTY, J. The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era. *Review of Radical Political Economics*, vol. 35, n. 3, 2003, p. 271-279.
- DEMIRGUC-KUNT, A.; LEVINE, R. Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts. *The World Bank Economic Review*, vol. 10, n. 2, 1996, p. 291-321.
- DIAZ-ALEJANDRO, C. F. Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash. *Journal of Development Economics*, vol. 19, n. 1, 1985, p. 1-24.
- DYMSKI, G. A. Financial Risk and Governance in the Neoliberal Era. In: CLARK, G. L.; DIXON, A. D.; MONK, A. H. (Ed.) *Managing Financial Risks: From Global to Local*. Oxford University Press, 2009, p. 48-68.
- \_\_\_\_\_. From Financial Exploitation to Global Instability: Two Overlooked Roots of the Subprime Crisis. In: KONINGS, M. (Ed.) *The Great Credit Crash*. London: Verso Press, 2010, p. 72-102.
- \_\_\_\_\_. O Gênio Fora da Garrafa: A Evolução da Política Too Big to Fail e a Estratégia Bancária dos Estados Unidos. In: CINTRA, M.; GOMES, K. (Eds.) *As Transformações no Sistema Financeiro Internacional*. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2012, p. 177-244.
- EPSTEIN, G. Central Banks as Agents of Economic Development. In: CHANG, H. J. (Ed.) *Institutional Change and Economic Development*. New York: United Nations University and Anthem Press, 2007, p. 95-113.

- \_\_\_\_\_. Developmental Central Banking: Winning the Future by Updating a Page from the Past. *Review of Keynesian Economics*, vol. 1, n. 3, 2013, p. 273-287.
- \_\_\_\_\_. GRABEL, I. Financial Policies for Pro-Poor Growth: A Training Manual. Prepared for the United Nations Development Programme (UNDP). International Poverty Centre. Global Training Programme on Economic Policies for Growth, Employment and Poverty Reduction, 2007.
- \_\_\_\_\_. YELDAN, E. Inflation Targeting, Employment Creation and Economic Development: Assessing the Impacts and Policy Alternatives. *International Review of Applied Economics*, vol. 22, n. 2, 2008, p. 131-144.
- FRIEDMAN, M.; FRIEDMAN, R. *Free to Choose: A Personal Statement*. Houghton Mifflin Harcourt, 1990.
- FRY, M. *Money, Interest, and Banking in Economic Development*. Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1988.
- GARRISON, R. Introduction: The Austrian Theory in Perspective. (1996) In: EBELING, R. (Ed.) *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*. Ludwig Von Mises Institute, 1996.
- GOLDBERG, L. S. Understanding Banking Sector Globalization. *IMF Staff Papers*, vol. 56, n. 1, 2009, p. 171-197.
- GRABEL, I. Speculation-Led Economic Development: A Post-Keynesian Interpretation of Financial Liberalization Programmes in the Third World. *International Review of Applied Economics*, vol. 9, n. 2, 1995, p. 127-149.
- \_\_\_\_\_. Ideology, Power, and the Rise of Independent Monetary Institutions in Emerging Economies. In: KIRSHNER, J. (Ed.) *Monetary Orders: Ambiguous Economics, Ubiquitous Politics*. Ithaca: Cornell University Press, 2003, p. 25-52.
- \_\_\_\_\_. Financial Architectures and Development: Resilience, Policy Space, and Human Development in the Global South. Political Economy Research Institute. Working Paper, 2012.
- GRAHAN, E. M. Opening Banking to Foreign Competition. In: LITAN, R. E.; MASSON, P.; POMERLEANO, M. (Eds.) *Open Doors: Foreign Participation in Financial Systems in Developing Countries*. Brookings Institutions Press, 2004.
- HAYEK, F. Can We Still Avoid Inflation? [1970] In: EBELING, R. (Ed.) *The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays*. Alabama: Ludwig Von Mises Institute, 1996. p. 93-110.
- HUSSON, M. Unemployment, Working Time and Financialisation: The French Case. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 39, 2015, p. 887-905.
- KING, R.; LEVINE, R. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, n. 3, 1993, p. 717-737.
- KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, vol. 85, n. 3, 1977, p. 473-491.
- LAPAVITSAS, C. Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation. *Historical Materialism*, vol. 17, 2009, p. 114-148.
- \_\_\_\_\_. Theorizing Financialization. *Work, Employment and Society*, vol. 25, n. 4, 2011, p. 611-626.
- LASTRA, R. M. *Central Banking and Banking Regulation*. London: LSE Financial Markets Group, 1996.
- LAZONICK, W. From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology is Destroying the US Economy. In: WOLFSON, M. H.; EPSTEIN, G. (Orgs.) *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*. New York: Oxford University Press, 2011, p. 491-511.

- \_\_\_\_\_. The Financialization of the US Corporation: What Has Been Lost, and How It Can be Regained. The Academic-Industry Research Network, *MPRA Paper* n. 42307, 2012.
- LEVINE, R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, vol. 35, 1997, p. 688-726.
- \_\_\_\_\_; ZERVOS, S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*, vol. 88, n. 3, 1998, p. 537-558.
- MATHIESON, D. J.; ROLDÓS, J. Foreign Banks in Emerging Markets. In: LITAN, R. E.; MASSON, P.; POMERLEANO, M. (Orgs.) *Open Doors: Foreign Participation in Financial Systems in Developing Countries*. Brookings Institutions Press, 2004, p. 15-55.
- MINSKY, H. *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press, 1986.
- MISHKIN, F. S. Why We Shouldn't Turn our Backs on Financial Globalization. *IMF Staff Papers*, vol. 56, n. 1, 2009, p. 139.
- MYRDAL, G. *Contra a Corrente*. Rio de Janeiro: Editora Campus Ltda, 1977.
- PALLEY, T. I. Financialization: What it is and why it matters. *Working Paper*, New York, The Levy Economics Institute of Bard College, n. 525, dec., 2007.
- PIKETTY, T. *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge, London: The Belknap Press of Harvard University Press, 2014.
- POMERLEANO, M.; VOJTA, G. J. Foreign Banks in Emerging Markets: An Institutional Study. In: LITAN, R. E.; MASSON, P.; POMERLEANO, M. (Eds.) *Open Doors: Foreign Participation in Financial Systems in Developing Countries*. Brookings Institutions Press, 2004.
- RODRIG, D.; SUBRAMANIAN, A. Why Did Financial Globalization Disappoint? *IMF Staff Papers*, vol. 56, n. 1, 2009, p. 112-138.
- ROGER, S. Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges. *IMF Working Papers*, n. 09/236, 2009.
- ROMER, D. *Advanced Macroeconomics*. New York, McGraw-Hill Irwin, 2012.
- STIGLITZ, J. E. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. *World Development*, vol. 28, n. 6, 2000, p. 1075-1086.
- STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 28, n. 5, 2004, p. 719-741.
- SWEETZ, P. Why Stagnation? *Monthly Review*, 2004, p. 69-77.
- VAN ARNUM, B; NAPLES, M. Financialization and Income Inequality in the United States, 1967/2010. *American Journal of Economics and Sociology*, vol. 72, n. 5, 2013, p. 1158-1182.
- WILLIAMSON, J.; MAHAR, M. A Survey of Financial Liberalization. *Essays in International Finance*, New Jersey, Princeton University, n. 211, nov., 1998.

Recebido em 1/5/2016  
e aceito em 13/9/2016.

