

Ainda em Busca da Constituição Monetária: uma análise jurídico-institucional do regime de metas de inflação

DOI: <https://doi.org/10.58766/rpgbcb.v19i2.1248>

Gabriel Demetrio Domingues Coimbra*

Recebido/Received: 29/9/2025

Aprovado/Approved: 5/3/2026

Introdução. 1 O debate sobre “rules versus discretion” e as origens dos regimes de metas de inflação. 2 A evolução dos regimes de metas de inflação no plano internacional. 3 A origem histórica do regime de metas de inflação no Brasil. 4 As principais características do regime de metas de inflação no Brasil. 5 A vinculação finalística da autoridade monetária ao regime de metas versus a autonomia operacional conferida pela LC 179/2021. 6 Sobre a definição das metas de inflação: entre delegação e deliberação. 7 O déficit democrático do regime de metas de inflação no Brasil. 8 Suprindo o déficit democrático: inserção do Poder Legislativo no processo de definição das metas de inflação. Conclusão.

Resumo

O artigo analisa o regime brasileiro de metas de inflação à luz do direito constitucional e monetário. Demonstra-se que, embora eficaz na promoção da estabilidade de preços, o atual arcabouço ainda carrega o legado de um passado de hipertrofia e excessiva concentração de poderes no Poder Executivo, no que se refere às decisões sobre metas de inflação, em detrimento da participação e da responsabilidade do Poder Legislativo, resultando em um arranjo com baixa legitimidade e pouco pluralismo político. A fim de endereçar esse déficit democrático, o artigo propõe que a meta de inflação passe a ser aprovada pelo Poder Legislativo, com base em proposta técnica elaborada e discutida no âmbito do Conselho Monetário Nacional (CMN), com ampla participação de especialistas, representantes da sociedade civil organizada. Sustenta-se que tais medidas ampliam a legitimidade, o pluralismo político e a responsividade da política monetária, ao mesmo tempo que protegem e preservam a reputação institucional do Banco Central.

Palavras-chave: política monetária; metas de inflação; Banco Central; representatividade democrática; constituição econômica.

* Doutorando em Direito Econômico pela Universidade de São Paulo (USP). <https://orcid.org/0009-0008-4361-9141>

Still Searching for a Monetary Constitution: a legal-institutional analysis of the inflation targeting regime

Abstract

This paper analyzes the Brazilian inflation targeting regime in light of the constitutional and monetary law. It presents that, although effective in promoting price stability, the current framework still carries the legacy of a past of hypertrophy and excessive concentration of power in the Executive branch regarding decisions on inflation targets, to the detriment of the participation and accountability of the Legislative branch, resulting in an arrangement with low legitimacy and political pluralism. In order to address this democratic deficit, the article proposes that the inflation target be approved by the Legislative branch, based on a technical proposal prepared and discussed within the National Monetary Council (CMN) with broad participation of specialists, representatives of the organized civil society. It is argued that such measures broaden the legitimacy, political pluralism, and responsiveness of monetary policy, while protecting and preserving the institutional reputation of the Central Bank.

Key-words: monetary policy; inflation targets; Central Bank; democratic representation; economic constitution.

Introdução

Conforme observa Christine Desan, a moeda não é somente uma abstração, mas também um fenômeno constitucional. A Constituição Monetária institucionaliza seletivamente certas relações, atribui *status* e funções a alguns atores e, com isso, efetiva a repartição do poder monetário entre as esferas pública e privada.¹ A moeda, ainda que seja individualmente apropriável, é, em seu conjunto, sobretudo um bem público, subordinado a um projeto de governança público-privada, conformado pela Constituição Monetária.²

Em sentido semelhante, Jens van't Klooster descreve a constituição monetária como um sistema híbrido de repartição de poderes e competências, entre os setores público e privado, sobre a criação e alocação da moeda e do crédito, o que o autor chama genericamente de “autoridade sobre a moeda”.³ No âmbito dessa repartição de competências, há uma efetiva relação de “franquia” entre o Estado e o setor financeiro privado, uma espécie de parceria público-privada, especialmente no que diz respeito à criação e à alocação da moeda e do crédito na economia.⁴

Ainda segundo Jens van't Klooster, as constituições monetárias atuais devem ser compreendidas em sentido amplo, como o total de normas constitucionais e leis fundamentais que disciplinam

1 DESAN, Christine A. **The Constitutional Approach to Money**: Monetary Design and the Production of the Modern World. In: BANDELJ, Nina; WHERRY, Frederick F.; ZELIZER, Viviana (eds.). *Money Talks: Explaining How Money Really Works*. Princeton: Princeton University Press, 2017. p. 126.

2 DESAN, Christine. **Making money**: coin, currency and the coming of capitalism. Oxford: Oxford University, 2014. pp. 1, 7-8, 69, 106; 434.

3 VAN 'T KLOOSTER, op. cit., 2025, p. 623 e 624.

4 Ver HOCKETT, Robert C.; OMAROVA, Saule T. *The Finance Franchise*. Cornell Law Review, vol. 102, n. 5, 2017, p. 1147 (“At its core, the modern finance system is effectively a public-private partnership that is most accurately, if unavoidably metaphorically, interpreted as a franchise arrangement. Pursuant to this arrangement, the sovereign public, as franchisor, effectively licenses private financial institutions as franchisees, to dispense a vital and indefinitely extensible public resource: the sovereign’s full faith and credit”). Ver, ainda, RICKS, Morgan. *Money as Infrastructure*. Columbia Business Law Review, v. 2018, n. 3, 2019, p. 851 (“The money paradigm, which envisions a bank charter as a monetary outsourcing contract or franchise arrangement, affords an organizational framework for thinking about these matters”); e VAN 'T KLOOSTER, op. cit., 2025, p. 623.

a autoridade sobre a moeda. A ideia de constituição monetária não deve se limitar aos textos constitucionais, até porque os poderes fundamentais sobre a moeda frequentemente não são descritos de forma explícita, detalhada ou exaustiva nas constituições, mas integrados sobretudo por convenções e costumes constitucionais, muitas vezes tornados explícitos somente pela legislação infraconstitucional.⁵

Essa concepção contemporânea de constituição monetária, que reconhece os diferentes papéis e vincula a atuação dos atores públicos e privados no processo de criação e alocação da moeda e do crédito, a serviço da promoção dos objetivos constitucionais, é, conseqüentemente, mais ampla e sofisticada do que aquelas esboçadas principalmente a partir dos anos 1970, pelo pensamento econômico de viés liberal. Estas últimas eram tradicionalmente preocupadas em disciplinar tão somente o exercício do poder monetário pelo Estado, seja pela definição de uma competência exclusiva e de um mandato estrito para as autoridades monetárias, seja ainda pela fixação das condições sob as quais a moeda poderia, ou não, ser emitida pelos Governos Soberanos.⁶

Na definição dos papéis do Estado, do banco central e do sistema bancário, as constituições monetárias contemporâneas tipicamente consagram de forma explícita ou implícita ao menos três princípios normativos.⁷

O primeiro deles se refere à proibição de emissão de moeda diretamente pelo Estado e à alocação dessa competência, de forma privativa, no Banco Central (e.g. o art. 164, *caput*, da CF/1988).

O segundo diz respeito à proibição de o Banco Central emitir moeda para financiar diretamente as despesas públicas. O governo deve financiar suas despesas e eventuais déficits por meio da criação e do aumento de tributos, ou da emissão de dívida pública, a ser adquirida pelo setor privado. A emissão de moeda é atribuída ao Banco Central exclusivamente como instrumento de execução da política monetária (e.g. o art. 164, § 1º e § 2º, da CF/1988).

O terceiro trata da impossibilidade de o Banco Central conceder crédito diretamente, a entidades não financeiras e aos cidadãos de um modo geral (e.g. o art. 164, § 1º, *in fine*, da CF/1988). A concessão de crédito, como atividade econômica organizada, fica reservada às entidades integrantes do sistema financeiro, especialmente às instituições bancárias, detentoras do poder emissor da moeda escritural (também denominada “moeda bancária”), mediante a criação de depósitos à vista a cada concessão de crédito, assim como da capacidade de tomar empréstimos diretamente junto ao Banco Central. Em função desses privilégios, as instituições financeiras são estritamente reguladas pelo Estado (e.g. o art. 192 da CF/1988).⁸

A Constituição de 1988, ao disciplinar o poder monetário, inclusive a política monetária, como reflexo da soberania do Estado (arts. 1º, I, e 170, I), e a repartição de competências entre o Poder Legislativo (art. 48, incs. XIII e XIV), o Poder Executivo (arts. 21, VII e VIII), o Banco Central (art. 164) e as entidades integrantes do Sistema Financeiro (art. 192), estabelece a necessidade de se

5 VAN 'T KLOOSTER, *op. cit.*, 2025, p. 623 (“The structure of this monetary constitution is usually not written down in written constitutions narrowly understood. Rather, it receives effect from a range of legal texts, which include legislative instruments concerning banking, sovereign debt contracts and the central bank mandate”). Nesse sentido, por exemplo, o art. 192 da CF/1988 reconhece expressamente a necessidade de integração da disciplina constitucional do Sistema Financeiro Nacional a ser “regulado por leis complementares”.

6 BRENNAN, Geoffrey; BUCHANAN, James M. *Monopoly in Money and Inflation*: The case for a Constitution to discipline government. Sussex: The Institute of Economic Affairs, 1981 (“Unrestrained monetary monopoly is the institutional explanation of the great inflation of the 1970s, and demands institutional reform. It is the monetary régime, not monetary policy, which must be changed. Several schemes have been proposed whose rules amount to a form of monetary constitution. But as a first step, agreement on the need for a constitution is more important than its precise content”); e BUCHANAN, James M. *Predictability: the criterion of monetary constitutions*. In: YEAGER, Leland B. (ed.). *In Search of a Monetary Constitution*. Cambridge: Harvard University Press, 1962.

7 VAN 'T KLOOSTER, *op. cit.*, 2025, p. 625.

8 GRAZIANI, Augusto. *The Monetary Theory of Production*. Cambridge: Cambridge University Press, 2003, p. 82 (“[...] the circulation approach rejects the idea that deposits make loans, an idea that Schumpeter already considered an old prejudice. In the circulation approach the opposite conception is adopted, namely that loans make deposits”); e MOORE, Basil J. *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.

buscar a concordância prática entre os princípios democrático (art. 1º), da eficiência administrativa (art. 37) e da livre iniciativa e livre concorrência (art. 170, *caput* e IV). Esse arranjo visa assegurar que o exercício do poder monetário, e em especial a condução da política monetária, seja pautado pela transparência (art. 37), pela responsabilidade política (arts. 52, III, “d”, e 84, XIV) e pela promoção do desenvolvimento equilibrado a serviço dos interesses da coletividade (art. 192).

Ao mesmo tempo, o desenho constitucional vincula a ordem monetária à preservação da estabilidade da moeda (art. 164 da CF/1988 e Leis Complementares 101/2000 e 179/2021), à promoção do desenvolvimento nacional (arts. 3º, II, e 192 da CF/1988, e Lei 4.595/1964), à busca do pleno emprego (art. 170, VIII, da CF/1988 e Lei 7.998/1990), à redução das desigualdades sociais e regionais (art. 170, VII, da CF/1988), à proteção do meio ambiente (art. 170, VI, da CF/1988), à sustentabilidade da dívida pública (art. 164-A da CF/1988), dentre outros valores e objetivos constitucionais. Todos esses bens jurídicos, direta ou indiretamente correlacionados, convergem para a institucionalização de uma ordem monetária compatível com os fundamentos e as finalidades do Estado Democrático de Direito.

À luz da Constituição de 1988, o conceito de Constituição Monetária pode ser compreendido como o **bloco normativo estruturante**,⁹ formado por princípios e regras de hierarquia constitucional, bem como por normas de caráter complementar, que disciplinam o exercício do poder monetário pelo Estado soberano, em articulação com as entidades integrantes do sistema financeiro nacional. Esse bloco normativo orienta a formulação da política monetária e a utilização dos instrumentos de regulação e intervenção sobre a moeda e os demais meios de pagamento, o crédito, o câmbio e o próprio sistema financeiro nacional.

O objetivo fundamental da Constituição Monetária consiste em assegurar a todos o acesso a uma ordem monetária caracterizada pela estabilidade da unidade de conta, pela disponibilidade de meios e sistemas de pagamento universalmente acessíveis, seguros e eficientes, e pela oferta de crédito em condições equitativas. Esse estado de coisas corresponde ao ideal da Constituição Monetária, a qual visa, em última análise, promover e garantir uma **ordem monetária razoavelmente funcional e equitativa**.

Essa ordem monetária razoavelmente funcional e equitativa possui *status* de princípio jurídico implícito na Constituição de 1988.¹⁰ Em sua dimensão objetiva, esse princípio constitucional consagra um estado ideal de coisas a ser promovido e preservado pelo Direito. Deve, assim, ser interpretado e aplicado como um mandado de otimização, isto é, como uma ordem para que tal estado ideal de coisas seja realizado na maior medida possível, dentro das possibilidades fáticas e jurídicas de cada momento histórico, e como um direito difuso, ou seja, cuja titularidade é atribuída à coletividade como um todo, e não a indivíduos específicos.¹¹

9 Em sentido jurídico, correspondente ao bloco normativo integrado inclusive, mas não exclusivamente, pelos arts. 1º, II e III, 3º, I a IV, 21, VII e VIII, 22, VI, VII e XIX, 48, XIII e XIV, 153, V, 159, I, “c”, 159-A, II, 163, VI e VII, 164, 164-A, 192, 239, § 1º, da CF/1988, acrescido das leis complementares 101/2000, 105/2001, 130/2009 e 179/2019, assim como por grande parte da Lei 4.595/1964, a qual possui *status* de lei complementar.

10 ALEXY, Robert. *Teoria da Argumentação Jurídica*: a teoria do discurso racional como teoria da fundamentação jurídica. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013; ALEXY, Robert. *Teoria dos direitos fundamentais*. 3. ed. São Paulo: Juspodium, 2024; ÁVILA, Humberto. *Teoria dos Princípios*: da definição à aplicação dos princípios jurídicos. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2004; e BARCELLOS, Ana Paula de. *A Eficácia Jurídica dos Princípios Constitucionais*: o Princípio da Dignidade da Pessoa Humana. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

11 Em sentido semelhante, a Corte Constitucional da Alemanha, em importante precedente, já declarou não haver em seu ordenamento direito individual à proteção do valor da moeda, baseada na evidência empírica de que é impossível ao Estado garantir de modo absoluto o valor do dinheiro. O máximo que o Estado e a Constituição Alemã poderiam garantir, segundo a Corte Constitucional, seria uma ordem monetária razoavelmente funcional (Case n. 2, BvR 1877/97, 97, 350). Com as devidas cautelas, considera-se que raciocínio análogo seja aplicável à ordem constitucional brasileira, no que se refere à promoção e proteção dos aspectos objetivos vinculados à concretização da ordem monetária razoavelmente funcional e equitativa.

I O debate sobre “*rules versus discretion*” e as origens dos regimes de metas de inflação

No que se refere à condução da política monetária, pode-se identificar as origens do regime de metas de inflação a partir do debate sobre *rules versus discretion* (regras *versus* discricionariedade), que se inicia nos Estados Unidos da América (EUA) na década de 1930. Não por acaso, foi neste período, após a posse do Presidente Franklin Roosevelt, que houve o abandono do padrão-ouro em 1933, o qual servia, até então, senão como uma regra, ao menos como uma limitação natural à discricionariedade da autoridade monetária daquele país, o que ensejou discussões sobre a eventual necessidade de um mecanismo substituto.¹²

Esse debate envolveu duas grandes correntes do pensamento monetário: de um lado, a tradição das regras, formulada no âmbito da academia, pelo pensamento de viés econômico-liberal, e, de outro, a tradição da discricionariedade, estabelecida entre economistas e agentes públicos ligados à condução prática da política monetária no âmbito do Tesouro e do Banco Central dos EUA, o Federal Reserve (Fed).¹³

A vertente das regras teve como principais representantes os economistas Henry Simons¹⁴ e Milton Friedman,¹⁵ filiados às tradições do pensamento econômico-liberal da Escola de Chicago e que propunham o estabelecimento de normas rígidas para balizar a condução da política monetária.

Esses economistas eram críticos da discricionariedade por entenderem que os bancos centrais careceriam do conhecimento completo e das informações necessárias para a condução de uma política monetária bem-sucedida, considerando ainda que os seus efeitos tipicamente se produzem após longos períodos e com variáveis intervalos de defasagem. Existiria o risco de que o ajuste fino discricionário pudesse tornar a economia menos, e não mais estável, do que pretendido pelas autoridades monetárias. Ademais, segundo esses economistas, um sistema econômico liberal não poderia funcionar adequadamente em um ambiente de extrema incerteza quanto às ações da autoridade monetária, e, por isso, as suas decisões deveriam ser pautadas por regras bem definidas em lei.

Esses argumentos, no entanto, acabaram se provando elusivos na prática. A ausência de conhecimento completo ou de todas as informações necessárias por parte dos bancos centrais não significa necessariamente que se estará em melhor posição renunciando ao controle da política monetária ou simplesmente relegando-o a uma regra cega. Isso também vale contra o argumento da suposta ameaça ao sistema econômico liberal: as competências discricionárias são uma realidade em diversas áreas da regulação da vida cotidiana sem que se tenha observado, até o momento, qualquer incompatibilidade ou ameaça de descontinuidade daquele sistema econômico.

Esses argumentos, aliás, não escaparam à fina ironia de Abba Lerner, em resenha crítica à obra de Milton Friedman:

Há mais de vinte anos, escrevi uma parábola na qual uma economia que carecia de um mecanismo adequado para regular o nível da demanda efetiva era representada por **um automóvel construído sem volante**. Ele circulava em uma rodovia com bordas elevadas, de modo que, se um carro

¹² EDWARDS, Sebastián. *American Default: The Untold Story of FDR, the Supreme Court, and the Battle over Gold*. Princeton: Princeton University Press, 2018; e MACESICH, George. *Monetary Policy and Politics: rules versus discretion*. Westport: Praeger, 1992.

¹³ SIMONS, Henry C. *Rules versus Authorities in Monetary Policy*. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 44, n. 1, p. 1-30, 1936; TAVLAS, George S. In Old Chicago: Simons, Friedman and the Development of Monetary-Policy Rules. *Journal of Money, Credit and Banking*, Hoboken, v. 47, n. 1, p. 99-121, 2015; e MACESICH, op. cit., 1992.

¹⁴ SIMONS, op. cit., 1936.

¹⁵ FRIEDMAN, Milton. *A Program for Monetary Stability*. Nova York: Fordham University, 1960.

tendesse a sair da estrada, as bordas elevadas giravam as rodas dianteiras, fazendo-o voltar em um ziguezague perigoso. Nessa parábola, a sugestão de um volante para o automóvel foi contestada por um passageiro: “*Suponha que tivéssemos um volante*”, protestou ele, “*e alguém o segurasse quando chegássemos a um meio-fio! Ele impediria a rotação automática do volante e certamente capotaríamos. Além disso, acreditamos na democracia e não podemos dar a ninguém a autoridade extrema de vida e morte sobre todos os ocupantes do carro. Isso seria ditadura.*” Muitas vezes pensei que a parábola fosse exagerada, mas o livro recente do Professor Milton Friedman é essencialmente uma apresentação muito sofisticada da posição de quem se opõe ao volante.¹⁶ (grifou-se)

Outro argumento em favor das regras, mas não menos polêmico, foi o da inconsistência temporal (“*time inconsistency*”), introduzido nesse debate por Kydland e Prescott em 1977. Segundo esses autores, caso deixada à livre condução discricionária pelos bancos centrais, a política monetária apresentaria um viés inflacionário, já que essas autoridades tenderiam a ceder à tentação de obter ganhos políticos de curto prazo em termos de emprego e crescimento, em detrimento do controle da inflação. A solução para o problema da inconsistência temporal seria amarrar a política monetária por meio de uma regra rígida, que constituísse um compromisso confiável (*credible commitment*).¹⁷

Esse argumento também foi alvo da crítica empírica de autores como Alan S. Blinder, ex-banqueiro central, para quem o denominado viés inflacionário do Banco Central não restou comprovado na prática, senão em um curto período histórico, entre meados dos anos 1960 até os anos 1980, gravemente impactado por eventos extremos – a exemplo da Guerra do Vietnã, do fim do sistema monetário de Bretton Woods e dos dois choques do petróleo. O período subsequente, a partir dos anos 1990, não ratificou a teoria, muito pelo contrário, evidenciou um firme compromisso dos bancos centrais com o controle da inflação, mesmo diante de cenários de desemprego alto e persistente, além de outros custos sociais.¹⁸

Não obstante as críticas formuladas por Blinder, é inegável que, a partir da década de 1990, o processo de desinflação observado em diversos países também foi influenciado pela intensificação da globalização e pela liberalização dos fluxos de capitais internacionais. Esses fenômenos submeteram os governos nacionais a uma disciplina monetária e fiscal mais rígida imposta pelos mercados, ao mesmo tempo em que favoreceram a rápida difusão¹⁹ dos regimes de metas de inflação e a concessão de autonomia aos bancos centrais, seja *de jure* ou *de facto*.²⁰

Seja como for, é válido ilustrar as principais propostas de regras monetárias vinculadas a essa vertente. Nos anos 1930, Henry Simons propôs a adoção de um índice de preços como meta de política monetária. Este economista teve o mérito de antecipar, de forma pioneira, o critério que se tornaria padrão nos regimes de meta de inflação a partir dos anos 1990. Nada obstante, de acordo com a sua proposta, a persecução desse índice de preços ainda dependeria principalmente do manejo de instrumentos de política fiscal (tributos, despesas orçamentárias e dívida pública),

16 LERNER, Abba P. Review of A Program for Monetary Stability, by Milton Friedman. *Journal of the American Statistical Association*, Alexandria, v. 57, n. 297, p. 211-220, mar. 1962.

17 KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 85, n. 3, p. 473-491.

18 BLINDER, Alan S. *Central banking in theory and practice*. Cambridge, MA: MIT Press, 1998, p. 41.

19 OCDE. *Constitutions in OECD Countries: a comparative study*. Paris: OECD Publishing, 2022, p. 167 (“the benefit of central bank independence has become a standard policy recommendation made through the IMF/World Bank Financial Sector Assessment Program and OECD accession process since the 1990s”).

20 BUCKLE, Robert A. Distinguished Fellow Lecture: Monetary Policy and the Benefits and Limits of Central Bank Independence. *New Zealand Economic Papers*, v. 57, n. 3, p. 263-289, set. 2023. Disponível em: <https://www.rbnz.govt.nz/hub/-/media/project/sites/rbnz/files/publications/speeches/2023/bob-buckle-nzae-speech-final-21-june.pdf>.

e não propriamente de instrumentos de política monetária, o que resultaria em uma versão ainda incompleta, quando comparada ao padrão dos regimes atuais.²¹

Já nos anos 1960, a regra monetária proposta por Milton Friedman adotava como alvo o controle quantitativo do estoque monetário. Esse modelo chegou a ser experimentado pelo Fed por um breve período, entre 1979 e 1982, mas logo abandonado em função da dificuldade de se estabelecer definição clara de moeda e a capacidade quase ilimitada do sistema financeiro de criar sucedâneos monetários (ou “quase-moedas”), o que tornava inviável, na prática, o estabelecimento de uma meta quantitativa funcional.²²

De outro lado, havia a vertente da discricionariedade, derivada da prática dos bancos centrais. Segundo esse pensamento, a complexidade da economia jamais poderia ser subsumida a uma simples regra de condução da política monetária. A boa execução da política monetária dependeria da atribuição de certa margem de discricionariedade aos bancos centrais para a escolha e aplicação dos seus instrumentos de acordo com as circunstâncias de cada momento, a sua experiência prática e o seu melhor julgamento.²³ Ilustrativa desse posicionamento é a declaração proferida por Paul Volcker, enquanto ainda Presidente do Fed: “(...) existe um desejo compreensível por parte de alguns de abranger todas as considerações políticas em uma regra simples e relativamente rígida. Mas não conheço nenhuma regra desse tipo que seja adequada às nossas circunstâncias atuais. Elementos de julgamento me parecem inevitavelmente necessários (...)”.²⁴

No âmbito dessa tradição, além dos instrumentos clássicos de política monetária,²⁵ as medidas de regulação e controle do crédito bancário,²⁶ embora atualmente em desuso, também foram amplamente utilizadas pelo Fed, durante o período da Segunda Guerra até o início dos anos 1950. Neste período, o Banco Central dos EUA estava comprometido em colaborar com o Tesouro para a gestão da dívida pública e não podia manejar livremente a taxa de juros como instrumento de política monetária.²⁷

Essas medidas de regulação seletiva do crédito, na atualidade também conhecidas como “medidas macroprudenciais”,²⁸ tinham a virtude de auxiliar no combate à inflação e reduzir a necessidade de maior elevação da taxa de juros para a condução de políticas de contração monetária, mitigando assim efeitos indesejados de segunda ordem sobre o nível de investimentos produtivos e a gestão da dívida pública. Por outro lado, a sua aplicação seletiva, com base em discricionariedade

21 SIMONS, *op. cit.*, 1936; TAVLAS, George S. In Old Chicago: Simons, Friedman and the Development of Monetary-Policy Rules. **Journal of Money, Credit and Banking**, Hoboken, v. 47, n. 1, p. 99-121, 2015.

22 São estes: as operações de compra e venda de títulos públicos no mercado aberto, as operações de redesconto para fornecimento de liquidez ao sistema bancário e o ajuste do nível de depósitos compulsórios exigido às instituições financeiras. Ver: KRIPPNER, *op. cit.*, 2012, p. 119-120; TUCKER, Paul. *Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*. Princeton: Princeton University, 2018, p. 414.

23 NELSON, Edward. From Friedman to Taylor: The Revival of Monetary Policy Rules in the 1990s. **Finance and Economics Discussion Series**, Washington, D.C., n. 2025-023, 2025, p. 7.

24 No original: “(...) there is an understandable yearning by some to encompass all policy considerations in a simple, relatively rigid rule. But I know of no such rule reliably suited to our present circumstances. Elements of judgment seem to me inevitably necessary (...)”. VOLCKER, Paul A. **Testemunho perante o Comitê de Orçamento da Câmara dos Deputados dos EUA**. Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, 8 mar. 1983. Disponível em: <https://fraser.stlouisfed.org/title/451/item/8273>.

25 KRIPPNER, Greta R. **Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance**. Cambridge: Harvard University, 2012, p. 110-112.

26 DINOVELLI, Benjamin. The Federal Reserve's Forgotten Credit Mandate. **Harvard Law Review**, Cambridge, v. 138, n. 7, p. 1887-1910, 2025, p. 1893-1898.

27 Trata-se do período que precedeu a celebração do Acordo entre o Fed e o Tesouro para restabelecimento da sua autonomia. Ver: EUA. Fed. The Treasury-Fed Accord. **Federal Reserve History**, Washington, D.C., 22 nov. 2013; e GARBADE, Kenneth D. **After the Accord: A History of Federal Reserve Open Market Operations, the US Government Securities Market, and Treasury Debt Management from 1951 to 1979**. Cambridge: Cambridge University, 2021.

28 GOODHART, Charles A. E. The role of macro-prudential policy. In: CONTI-BROWN, Peter; LASTRA, Rosa M. (Orgs.). **Research Handbook on Central Banking**. Cheltenham: Edward Elgar, 2018, p. 508-517; THIEMANN, Matthias. Macro-prudential Regulation Post-Crisis and the Resilience of Financialization. In: *The Routledge International Handbook of Financialization*. London: Routledge, 2020; e THIEMANN, Matthias. *Taming the Cycles of Finance? Central Banks and the Macro-prudential Shift in Financial Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 2024.

administrativa, desagradava o segmento econômico-liberal da academia, assim como setores econômicos da indústria e do comércio, que se mobilizaram politicamente para derrubá-la.²⁹

A autorização legal para a utilização do controle seletivo do crédito foi revogada no início dos anos 1950, mas em 1969 foi restaurada, por meio do *Credit Control Act*. Ainda assim, permaneceu em desuso, até que, em 1980, foi finalmente aplicada pelo Fed em reforço ao choque de juros promovido por Paul Volcker para controlar o surto inflacionário durante o mesmo período, no que foi bem-sucedida.³⁰ A medida, no entanto, gerou uma forte recessão e imensa rejeição da opinião pública, sendo suspensa pelo Fed no mesmo ano. Em 1982, a autorização legal para o controle do crédito foi finalmente revogada pelo Congresso, fazendo com que esse instrumento deixasse de ser empregado pelo Fed.³¹

A partir de meados dos anos 1980, o Fed também abandonou o experimento de controle quantitativo de agregados monetários iniciado em 1979, com inspiração nas ideias de Friedman, em face dos seus problemas práticos inerentes. A autoridade monetária voltou então a se concentrar somente no controle da taxa básica de juros, mas ainda sem reconhecer publicamente que o fazia. Externamente, preferiu continuar a sustentar o discurso de que a sua ação tinha como alvo métricas quantitativas, e não propriamente o controle e definição da taxa básica de juros (*“federal funds rate”*).³²

Na época, prevalecia, entre os dirigentes do Fed, a crença de que a eficácia da política monetária dependeria do sigilo sobre determinados aspectos da sua condução e que a adoção de uma transparência excessiva poderia suscitar controvérsias e pressões políticas indesejadas, seja sobre os objetivos, seja ainda sobre quais seriam os instrumentos mais adequados para o exercício da sua função como autoridade monetária.³³

No início dos anos 1990, a partir dos trabalhos de John Taylor, a regra informal de política monetária que norteava a atuação discricionária do Fed foi finalmente decifrada e exposta ao público. Conforme evidenciado por Taylor, de 1987 a 1992, sempre que a inflação nos EUA superava a taxa de 2% a.a., o Fed promovia um aperto monetário por meio de um aumento proporcional na taxa básica de juros, o que ficou conhecido como “regra de Taylor”.³⁴

Essa regra até hoje ainda exerce grande influência na literatura econômica e na condução da política monetária por diversos outros bancos centrais. Contudo, a despeito da descoberta de Taylor, o Fed ainda permaneceu por um longo tempo sem se vincular publicamente a um regime de metas de inflação, de modo a preservar maior margem de discricionariedade na condução da política monetária.³⁵

29 DINOVELLI, *op. cit.*, 2025, p. 1.898.

30 KRIPPNER, *op. cit.*, 2012, p. 116-120.

31 DINOVELLI, *op. cit.*, 2025, p. 1.898-1.905. No Brasil, o art. 4º da Lei 4.595/1964 ainda mantém essa competência no rol de atribuições do Conselho Monetário Nacional: “VI – Disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todas as suas formas, inclusive aceites, avais e prestações de quaisquer garantias por parte das instituições financeiras”.

32 KRIPPNER, *op. cit.*, 2012, p. 114.

33 KRIPPNER, *op. cit.*, 2012, p. 123-124. Sobre o mito do segredo como instrumento de poder e mecanismo de autoproteção da Administração, ver: CHEVALLIER, Jacques. Le mythe de la transparence administrative. In: **Information et transparence administratives**. Paris: PUF, 1988, pp. 243 e 254 (“O sigilo é, de fato, o caminho mais seguro para a administração manter os cidadãos ‘à distância’, a fim de se proteger de pressões e preservar a ‘serenidade’ de suas decisões (...) ao se envolver em mistério, a administração se protege das pressões sociais e se torna intocável: adornada com o privilégio do sagrado, surge como um poder tutelar, distante e majestoso, cujo papel é pacificar e unificar a sociedade, buscando o ‘bem comum’, o interesse geral” [tradução livre]).

34 TAYLOR, John B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Amsterdã, v. 39, p. 195-214, 1993.

35 KRIPPNER, *op. cit.*, 2012, p. 123-124.

2 A evolução dos regimes de metas de inflação no plano internacional

Nos anos 1990, a Nova Zelândia foi o país pioneiro a adotar de modo formal o regime de metas de inflação. A mudança foi introduzida pelo Reserve Bank of New Zealand Act de 1989, que, em seu bojo, também conferiu autonomia operacional ao Banco Central neozelandês. A inovação foi parte de uma ampla reforma econômica de viés liberalizante conduzida pelo Partido Trabalhista, na tentativa de reverter um longo período de baixo crescimento econômico naquele país.³⁶

Dentre as características inovadoras desse regime, destacou-se o fato de a meta de inflação ser definida por meio de um acordo bilateral entre o Ministro das Finanças e o Presidente do Banco Central independente, e formalizada em documento público (*Policy Targets Agreement*).³⁷ A meta de inflação passou a ser fixada com base em um intervalo (entre 0% e 2%) e prevista para ser cumprida dentro do horizonte de um ano. O índice de preços eleito para controle da meta de inflação baseou-se no conceito de inflação núcleo (*“core inflation”*), sendo projetado para desconsiderar os impactos inflacionários ocasionados por choques de oferta temporários e outros fatores circunstanciais.³⁸

O regime também previu a possibilidade de destituição do presidente do Banco Central, caso a meta de inflação não fosse cumprida, mas sem que se configurasse como uma sanção de aplicação automática, isto é, comportando uma certa margem de apreciação por parte dos órgãos políticos.

Dentre os desdobramentos positivos da experiência da Nova Zelândia, destacou-se a conquista efetiva da estabilidade de preços, com a manutenção de um crescimento econômico moderado. Por outro lado, entre os aspectos negativos, verificou-se uma maior elevação da taxa de juros reais, maior apreciação cambial e prejuízo para a competitividade da indústria local e do setor exportador.³⁹

O regime de metas de inflação inspirado no modelo neozelandês não pode ser caracterizado como um regime que atribua livre discricionariedade à autoridade para **condução da política monetária**, como originalmente propugnado pela **corrente da discricionariedade**, nem como uma regra mecânica que resulte na vinculação absoluta das decisões do Banco Central, como a princípio idealizado pela **corrente das regras**. Trata-se, com efeito, de um modelo híbrido, que reflete uma solução de compromisso entre as duas vertentes.

Em termos jurídicos, o regime de metas de inflação pode ser categorizado como uma espécie de arcabouço (*framework*), o qual confere ao Banco Central autonomia operacional e um espaço para o exercício de uma discricionariedade técnica limitada.⁴⁰

Esse arcabouço permite à autoridade monetária escolher a abordagem, os instrumentos, o estilo da comunicação e, principalmente, o momento para aplicação de cada medida, no intuito de cumprir a meta de inflação e alcançar os demais objetivos da política monetária. Por outro lado, o mesmo arcabouço também é balizado por regras objetivas, a exemplo das normas que definem as metas de inflação (específicas, verificáveis e com prazo certo de execução), dos deveres de transparência (na comunicação das metas e na operacionalização dos instrumentos e na prestação de contas) e dos critérios de responsabilização (*accountability*) dos dirigentes do Banco Central. Essas regras, em caso de descumprimento, sujeitam as autoridades monetárias responsáveis a sanções tanto

36 Para uma avaliação dos primeiros dez anos do regime de metas na Nova Zelândia e suas principais características, conferir: BERNANKE, Ben S. et al. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton: Princeton University, 1999, p. 86-114.

37 Acordo de Metas de Inflação, em tradução livre.

38 São exemplos desses fatores econômicos conjunturais expurgados do índice de preços para controle da meta de inflação no regime neozelandês: oscilações abruptas e significativas nos preços de energia e commodities internacionais, como petróleo e alimentos; mudança nos termos de troca do comércio internacional; o efeito decorrente de aumento ou redução de tributos incidentes sobre o consumo; o impacto de crises provocadas por fatores externos à economia, como desastres naturais, epidemias e guerras; dentre outros fatores. Conferir: BERNANKE et al., *op. cit.*, 1999, p. 93-95.

39 BERNANKE et al., *op. cit.*, 1999, p. 111.

40 BERNANKE et al., *op. cit.*, 1999, p. 300: “[i]nflation target is not a rule. Rather, it is a framework that allows for the exercise of ‘constrained discretion’”.

reputacionais,⁴¹ quanto jurídicas, muito embora a sua efetiva aplicação também comporte certa margem de apreciação por parte dos órgãos políticos competentes.

O regime introduzido pela Nova Zelândia nos anos 1990 notabilizou-se como uma espécie de laboratório, a partir do qual outros países desenvolvidos que a seguiram, a exemplo do Canadá (1991), Israel (1992), Reino Unido (1992), Austrália (1993) e Suécia (1993)⁴², puderam extrair lições, positivas e negativas, antes de decidirem, por si próprios, adotar modelos semelhantes, inclusive com certas variações.⁴³

Ao longo dos anos 1990, seguindo o exemplo da Nova Zelândia e de outros países desenvolvidos, mas também influenciados pelo contexto global de promulgação de constituições democráticas, liberalização dos mercados financeiros internacionais, competição entre países pela confiança dos investidores externos e ceticismo destes últimos quanto à capacidade das novas instituições democráticas produzirem políticas consistentes de longo prazo⁴⁴, muitos países em desenvolvimento realizaram reformas legislativas no intuito de despolitizar as suas decisões de política monetária, por meio da adoção de regimes de metas de inflação e da atribuição de autonomia aos seus bancos centrais, *de jure* ou *de facto*. São exemplos desses países a Polónia (1998), Coreia do Sul (1998), Brasil (1999), Chile (1999), Colômbia (1999), África do Sul (2000), Tailândia (2000), Turquia (2000), Hungria (2001), México (2001), Filipinas (2002), Peru (2002), Guatemala (2005), Indonésia (2005) e Gana (2007)⁴⁵.

Paralelamente, nos EUA, a partir de 1994, o Fed, mesmo sem ainda se vincular formalmente a um regime de metas de inflação, passou a divulgar publicamente a taxa de juros alvo definida a cada reunião do seu Comitê de Política Monetária (FOMC), alinhando-se à política de transparência já adotada por bancos centrais de outros países. Por meio dessa estratégia, o Fed buscou aumentar a eficácia e reduzir os custos da sua política monetária, fazendo com que os agentes econômicos ajustassem mais rapidamente as suas expectativas, de modo a contribuir ativamente para o cumprimento da missão do Banco Central.⁴⁶

41 Segundo Daniel Carpenter, a reputação institucional corresponde ao conjunto de crenças mantidas pelas diversas audiências sobre a missão, capacidade e deveres de uma instituição ou seus dirigentes, considerando especialmente as dimensões técnica, de performance, moral e jurídico-procedimental. Segundo esse mesmo autor, a reputação é um ativo intangível que confere poder e autoridade à organização e aos indivíduos que a detêm, de modo que estes tendem a adotar uma postura zelosa em protegê-la, preservá-la e até ampliá-la, inclusive diante de ameaças e ataques, potenciais ou reais (CARPENTER, Daniel. **Reputation and Power: organizational image and pharmaceutical regulation at the FDA**. Princeton: Princeton University Press, 2010, p. 43-70). O conceito de reputação institucional, conforme esboçado por Daniel Carpenter, é bastante útil para compreender a lógica das sanções reputacionais previstas nos arcabouços de metas de inflação, a exemplo do dever de emissão de carta aberta reconhecendo o descumprimento da meta. Trata-se de um instrumento sutil, porém bastante eficaz, para induzir a instituição e seus dirigentes a perseguir as metas de inflação que lhes foram atribuídas, a fim de evitar possíveis danos reputacionais, tanto perante seus pares técnico-profissionais, quanto a sua audiência mais ampla. No mesmo sentido, ver: TUCKER, *op. cit.*, 2018, p. 97 (“[...] *impartiality and policy stability (i.e., credibility) are enhanced by tying the reputation of the agency heads to a well-defined, transparent mission [...]*”).

42 HAMMOND, Gill. *State of the Art of Inflation Targeting*. London: Bank of England, Centre for Central Banking Studies, CCBS Handbook No. 29, 2012. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/ccbs/resources/state-of-the-art-inflation-targeting>.

43 Nesses blocos e países, foram adotados diferentes modelos de definição da meta operacional de inflação, os quais refletiram um maior ou menor grau de autonomia dos bancos centrais e, respectivamente, uma menor ou maior legitimação democrática: (i) definição da meta pelo próprio banco central (e.g. União Europeia); (ii) pelo banco central em conjunto com o Poder Executivo (e.g. Nova Zelândia); (iii) pelo Poder Executivo isoladamente (e.g. Reino Unido); (iv) pelo Poder Legislativo (e.g. Suécia, a partir de 2022). Ver: SCHWARTZ, Pedro; CASTANEDA, Juan Enrique. *Central Banks: From Politically Independent to Market-Dependent Institutions*. Economic Affairs, v. 29, n. 3, p. 9-16, set. 2009.

44 ROBERTS, Alasdair S. **The Logic of Discipline: Global Capitalism and the Architecture of Government**. Oxford: Oxford University Press, 2010, p. 9, 11 e 13, em tradução livre (“[...] a era da liberalização foi marcada por contradições. Ao longo dessa era, essas duas lógicas – da disciplina [de mercado] e da soberania popular – operaram simultaneamente, e frequentemente em oposição recíproca. [...] O embate entre [essas] ideias parece ter produzido um resultado que podemos descrever como soberania [popular] ampliada, [mas] dentro de um espaço mais reduzido. Os mecanismos de participação e fiscalização do Estado foram aprimorados, mas ao mesmo tempo a esfera em que a opinião pública tinha um efeito direto sobre o conteúdo das políticas ficaria limitada. [...] [T]arefas [estatais] essenciais para a operacionalização dos mercados globalizados passam a ser organizadas de modo a isolá-las da influência popular e dos caprichos da decisão política”); e OCDE. **Constitutions in OECD Countries: a comparative study**. Paris: OECD Publishing, 2022, p. 167 (“the benefit of central bank independence has become a standard policy recommendation made through the IMF/World Bank Financial Sector Assessment Program and OECD accession process since the 1990s”).

45 HAMMOND, *op. cit.*, 2012.

46 KRIPPNER, *op. cit.*, 2012, p. 113 e 127-129.

De fato, a partir da liberalização dos mercados financeiros internacionais, as expectativas dos mercados foram ganhando cada vez mais relevância e exercendo dominância sobre as decisões dos bancos centrais, a ponto de essas expectativas passarem a conduzir a política monetária, e não mais o oposto.⁴⁷

Aos bancos centrais, especialmente dos países em desenvolvimento, caberia simplesmente a tarefa de tomar decisões “responsáveis”, confirmando a cada momento as expectativas dos mercados e renovando a sua confiança.⁴⁸ Por outro lado, se ousassem “decepcioná-los”, a economia desses países ficaria exposta a graves turbulências cambiais e outros efeitos danosos, a exemplos das crises financeiras asiática (1997) e russa (1998), verificadas nesse mesmo período.⁴⁹

De outro giro, essas expectativas também se tornaram, quando não essenciais, bastante úteis para a condução da política monetária pelos bancos centrais, principalmente nos países desenvolvidos. Nos EUA, por exemplo, a partir de 2003, sob a gestão de Alan Greenspan, a técnica da orientação prospectiva (“*forward guidance*”) ganhou proeminência na comunicação do Fed.⁵⁰

A orientação prospectiva é uma técnica de comunicação dos bancos centrais que busca ancorar as expectativas do mercado sobre o comportamento futuro da autoridade na condução da política monetária. A lógica dessa técnica considera que, ao ajustar o seu comportamento futuro com base nessa orientação prospectiva, o mercado ajudaria o banco central de forma mais rápida e ativa no atingimento dos objetivos da política monetária, poupando-o de adotar maiores cortes ou elevações na taxa básica de juros para cumprir a sua missão.⁵¹

A técnica pode se manifestar sob duas modalidades típicas: (i) a *délfica*, inspirada no arquétipo do oráculo de Delfos, corresponde à comunicação sob a forma de uma simples previsão ou sinalização precária, em linguagem vaga, sujeita a alteração diante de fatos novos; e (ii) a *odisseana*, inspirada no personagem Ulisses da obra Odisseia, consubstancia uma promessa firme em linguagem explícita, como uma espécie de compromisso.⁵²

Desde a Grande Crise Financeira de 2008, a linguagem adotada pelo Fed nessas orientações foi se tornando cada vez mais explícita e precisa, de acordo com a progressiva gravidade dos cenários de crise financeira enfrentados, em que as taxas de juros necessitaram ser constantemente mantidas em patamares bastante próximos ao limite do zero nominal (“*zero lower bound*”).⁵³

A partir da Grande Crise Financeira de 2008, outros instrumentos de política monetária destinados a estimular a economia, originalmente vistos como não convencionais, passaram a ser adotados pelos bancos centrais de países desenvolvidos, a exemplo do afrouxamento quantitativo (*quantitative easing* ou “QE”), empregado pelo Federal Reserve após a Grande Crise (2008-2014) e,

47 KRIPPNER, *op. cit.*, 2012, p. 129 e 134 (“[u]nder transparency, policymakers learned to follow rather than lead markets, restricting adjustments in the interest rate target to ‘validating’ changes that had already occurred in the market. [...] Policymakers, it increasingly appeared, did not set policy: they merely validated market expectations of policy, consistent with the balance of risks in the economy”).

48 Alan S. Blinder, em 2004, já alertava sobre os perigos de um banco central que segue os mercados em vez de conduzi-los, pois isso, na sua visão, equivaleria à privatização das decisões de política monetária: “[t]his hypothetical (and you might say, wimpy) central bank would read what the markets expect it to do from the term structure of interest rates, from prices observed in federal funds market and, perhaps, from the foreign exchange markets. Then it would deliver precisely that policy. Monetary policy decisions would be effectively privatized” (BLINDER, Alan S. **The Quiet Revolution**: Central Banking Goes Modern. New Haven: Yale University, 2004, p. 94).

49 ROBERTS, Alasdair S. **The Logic of Discipline**: Global Capitalism and the Architecture of Government. Oxford: Oxford University Press, 2010.

50 BERNANKE, *op. cit.*, 2022, Ben S. **21st Century Monetary Policy**: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19. Nova York: W. W. Norton & Company, 2022, pp. 97-98.

51 BERNANKE, *op. cit.*, 2022, pp. 299-301.

52 BERNANKE, *op. cit.*, 2022, pp. 301-307.

53 BLINDER, Alan S. **A Monetary and Fiscal History of the United States, 1961-2021**. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2022, p. 320-321.

novamente, após a pandemia (2020-2022), e do controle da curva de juros (*yield curve control* ou “YCC”), aplicado pelo Banco Central do Japão durante a sua prolongada luta contra a deflação (2016-2024).⁵⁴ O uso desses instrumentos, aparentemente, não alterou o compromisso dos bancos centrais com o regime de metas de inflação, nada obstante ainda permaneça algo bastante controverso.⁵⁵

Em 2012, o Fed, sob a liderança de Ben Bernanke, também rompeu com a tradição de opacidade e sigilo do seu antecessor Alan Greenspan. Naquele ano, o Banco Central passou a reconhecer publicamente a adoção do regime de metas de inflação (2%),⁵⁶ muito embora, como visto acima, esse padrão já orientasse as decisões de política monetária dos EUA desde o final dos anos 1980, conforme ficou evidenciado pela regra de Taylor.

Já em 2020, na presidência de Jerome Powell, o Fed anunciou uma nova abordagem para o seu regime de metas, denominada metas de inflação média flexíveis (“*flexible average inflation targeting* – FAIT”). De acordo com essa nova sistemática, o Fed passaria a buscar cumprir a sua meta de inflação considerando as taxas médias ao longo dos anos, ou seja, poderia, segundo o seu melhor julgamento, compensar as eventuais ultrapassagens temporárias da meta com taxas de inflação que tivessem ficado aquém da meta em períodos anteriores ou posteriores. No mesmo ano, o Fed também anunciou que passaria a revisar o seu arcabouço de metas de inflação a cada quinquênio.⁵⁷

Desde 2018, foram observados também importantes movimentos de inserção de novos objetivos, concorrentes ou secundários, aos mandatos principais de promoção da estabilidade de preços dos bancos centrais.

Na Nova Zelândia, em 2018, uma coalizão política liderada pelo Partido Trabalhista promoveu a modificação do *Reserve Bank of New Zealand Act*, a fim de estabelecer um duplo mandato: promoção da estabilidade de preços e do nível máximo sustentável de empregos.⁵⁸ Em 2023, contudo, motivado pelo surto inflacionário⁵⁹ ocorrido no período após a pandemia, uma coalizão política de partidos conservadores revogou esse duplo mandato, restaurando a estabilidade de preços como única e principal missão do Banco Central neozelandês.

A adoção de mandatos secundários vinculados à promoção da sustentabilidade ambiental também foi uma tendência iniciada a partir dos anos 2020, com o Banco da Inglaterra (2021) e o Banco Central Europeu (2022) passando a reconhecê-los expressamente. Nada obstante, ainda

54 Os críticos desses instrumentos não convencionais de política monetária alegam que o seu emprego, por períodos prolongados, possui baixa eficácia no estímulo à economia real, mas produz graves distorções nos preços de ativos financeiros, aumentando a desigualdade econômica e gerando expansão desmedida do balanço do Banco Central. Essas políticas também ensejam questionamentos sobre a própria legitimidade do Banco Central para definir e implementar intervenções de grande impacto na ordem econômica, sem que seus dirigentes tenham sido democraticamente eleitos, nem sequer tenham mandato para tanto. Por fim, uma vez iniciadas, há uma grande dificuldade de desmobilização dessas políticas (“retorno ao normal”), exigindo grande cautela e monitoramento por parte do Banco Central, no âmbito de uma descontinuação sempre lenta e gradual.

55 Sobre essas e outras críticas ao QE, ver: BESSENT, Scott. The Fed’s New “Gain-of-Function” Monetary Policy. *The International Economy*, set. 2025. Disponível em: https://www.international-economy.com/TIE_Sp25-Bessent.pdf; e PETROU, Karen. *Engine of Inequality: The Fed and the Future of Wealth in America*. Hoboken: Wiley, 2021.

56 BERNANKE, *op. cit.*, 2022, p. 344; BLINDER, Alan S. *op. cit.*, 2022, p. 320; e BINDER, Sarah; SPINDEL, Mark. *The Myth of Independence: How Congress Governs the Federal Reserve*. Princeton: Princeton University Press, 2017, 225-226.

57 BERNANKE, *op. cit.*, 2022, p. 344 e 349-350.

58 Em abril de 2018, o governo neozelandês publicou um documento oficial propondo alterações ao Reserve Bank of New Zealand Act 1989, com o objetivo de “reconhecer formalmente o importante papel da política monetária na redução da duração e da profundidade dos períodos de desemprego” e “promover o bem-estar da população”. O mesmo documento destacou que “a finalidade última da política monetária é melhorar o padrão de vida dos neozelandeses”, e que a estabilidade de preços “não é um fim em si mesmo, mas um meio para uma economia sustentável e próspera”. Conferir: NOVA ZELÂNDIA. The Treasury. *Modernising New Zealand’s Monetary Policy Framework: Phase One*. Wellington, 2018.

59 É importante observar que esse surto inflacionário pós-pandemia foi verificado não só na Nova Zelândia, mas também em diversos outros países. Por isso, bem-vistas as coisas, a inflação no período pós-pandemia deve ser reconhecida como um fenômeno mundial, decorrente de choques de oferta ocasionados por quebras das cadeias produtivas globais, impactadas pelas políticas sanitárias de *lock-down* durante a pandemia, e não propriamente creditada à atribuição de um duplo mandato ao Banco Central neozelandês. Em sentido semelhante, confira-se por exemplo o diagnóstico de Ben Bernanke e Olivier Blanchard sobre as causas da inflação nos EUA no período pós-pandemia (BLANCHARD, Olivier. What Caused the US Pandemic-Era Inflation? *American Economic Journal: Macroeconomics*, Nashville, v. 17, n. 3, p. 1-35, 2025).

há grande ceticismo sobre a legitimidade política ou mesmo quanto à adequação de se utilizar os instrumentos de política monetária para a promoção de objetivos ambientais.⁶⁰

Em 2022, uma importante inovação institucional ocorreu na Suécia, país detentor do banco central mais antigo do mundo, o Riksbank. Por meio da reforma da lei orgânica do seu Banco Central, atribui-se ao Poder Legislativo a competência para a aprovação final da meta específica de inflação e do seu respectivo índice de mensuração. Nada obstante, reservou-se ainda ao Riksbank a iniciativa privativa para elaborar a proposta de meta de inflação, a ser submetida à aprovação do Parlamento. Essa medida sinaliza a busca por uma maior legitimação democrática e pluralismo político para as decisões que fixam as metas de inflação, inaugurando um possível novo capítulo na evolução desse regime.⁶¹

De fato, desde os anos 1990, com o aprofundamento da globalização, observou-se nas democracias ocidentais uma progressiva delegação de competências estatais relevantes a órgãos tecnocráticos independentes, o que ficou conhecido como o fenômeno da despolitização.^{62, 63} Esse fenômeno, embora tenha contribuído para um maior crescimento econômico, é apontado por muitos cientistas políticos como um dos principais responsáveis pelo fortalecimento da antipolítica, assim entendida como o desencantamento dos eleitores com o processo político e um sentimento de indiferença em relação à democracia. A partir dos anos 2010, após a Grande Crise Financeira, esse sentimento coletivo impulsionou os discursos “antissistema” e a popularidade de candidatos e partidos políticos extremistas que, em verdade, conspiram contra a própria ordem democrática.⁶⁴

Nesse contexto, a inovação sueca de reinserir a participação democrática e o pluralismo político na definição das metas de inflação, que é um aspecto central da política econômica de qualquer país, em reversão aos excessos da despolitização, tende a se revelar um expediente promissor, seja como forma de conferir maior legitimidade e equilíbrio à condução da política monetária, seja ainda como meio de auxiliar a renovação e fortalecimento do espírito das democracias em crise.

60 CULLEN, Jay. *Central Banks and Climate Change: Mission Impossible?* Journal of Financial Regulation, v. 9, n. 2, p. 174-209, 2023; BUCKLE, Robert A. *Distinguished fellow lecture: Monetary policy and the benefits and limits of central bank independence*. New Zealand Economic Papers, v. 57, n. 3, set. 2023, p. 19-20; WEIDMANN, Jens. *What Role should Central Banks play in Combating Climate Change?* In: DOMBRET, Andreas; KENADJIAN, Patrick S. (eds.). *Green Banking and Green Central Banking*. Berlin; Boston: De Gruyter, 2021, p. 159-168; e ISSING, Otmar. *Green monetary policy?* In: DOMBRET, op. cit., 2021, p. 187-188. Contra: LAGARDE, Christine. *Climate change and central banking*. Discurso proferido na conferência Green Banking and Green Central Banking, Frankfurt am Main, 25 de janeiro de 2021. Disponível em: <https://www.bis.org/review/r210127d.pdf>. Acesso em: 20 set. 2025.

61 SUÉCIA. Sveriges Riksbank. *The new Riksbank Act and the monetary policy framework*. Estocolmo, 2023, p. 57: “[a] slightly more significant change in the act concerns the specification of the inflation target – its level and the measure of inflation it shall relate to. The act now states that ‘The Riksbank shall, with the approval of the Riksdag, decide on the specification of the price stability target’. As before, the Riksbank shall take the initiative to the specification. The difference is that the Riksdag shall approve this specification before it applies”.

62 Sobre a relação entre despolitização (delegação de temas à gestão tecnocrática) e antipolítica (desilusão dos eleitores com a democracia e indiferença ao processo político), ver: HAY, Colin. *Why We Hate Politics*. Cambridge: Polity Press, 2007.

63 ROBERTS, Alasdair S. *The Logic of Discipline: Global Capitalism and the Architecture of Government*. Oxford: Oxford University Press, 2010, p. 11-13 (“[...] a esfera na qual a opinião pública tinha um efeito direto sobre o conteúdo da política seria reduzida. Isso era mais obviamente verdadeiro em relação à intervenção do Estado na economia. O papel do governo nos assuntos econômicos passou a ser entendido como estritamente limitado. [...] a soberania [popular] foi limitada. [...] Criamos bancos centrais independentes para controlar a política monetária, agências independentes para administrar o que restava da função regulatória, organizações autônomas para arrecadar receitas e administrar portos e aeroportos, consórcios privados para fornecer infraestrutura básica e novos tribunais superiores internacionais para fazer cumprir as regras de comércio e investimento. Essas reformas, ao impor limites de escolha, empoderar novos grupos de tecnocratas-guardiões e proteger deliberadamente certos braços do Estado dos mecanismos que conferem influência à opinião popular, repudiaram a linguagem da soberania popular. [...] Uma nação que não consegue demonstrar sua imparcialidade na regulamentação dos negócios ou na resolução de disputas de investimento se verá incapaz de atrair investidores estrangeiros”).

64 VAN 'T KLOOSTER, Jens. op. cit., 2025, p. 629 (“By ceding power over money, politicians lose a tool to improve the lives of their constituents. Political scientists worry that the broader process of depolitization, in particular with regard to economic policy, hollows out democratic politics, which in turn drives political disengagement and benefits the far right”).

3 A origem histórica do regime de metas de inflação no Brasil

O regime monetário estabelecido no Brasil desde o golpe militar de 1964 refletia a consolidação de um projeto de forte controle e intervenção estatal. No contexto anterior à Constituição de 1988, a moeda e o crédito eram instrumentos centrais da política econômica nacional. Existia, ao lado do orçamento fiscal, um orçamento monetário, o qual permitia a livre emissão de moeda pelo Poder Executivo, a fim de suprir, de forma quase ilimitada, as necessidades de recursos para as políticas de desenvolvimento por meio do crédito subsidiado.⁶⁵

Esse antigo arranjo ficou marcado também pela ausência de uma clara separação de funções entre o Tesouro Nacional, o Banco Central e o Banco do Brasil, além de outras peculiaridades e improvisos,⁶⁶ as quais, embora tenham promovido de forma efetiva, ainda que pouco duradoura, o milagre econômico dos anos 1970, impuseram um grande sacrifício à estabilidade monetária, tornando a inflação altíssima um fenômeno natural.⁶⁷

A partir do advento da Constituição de 1988, após uma série de microrreformas financeiras⁶⁸ e uma sequência de planos econômicos e outras tentativas frustradas, o Brasil finalmente conseguiu alcançar a estabilidade monetária, por meio do Plano Real introduzido em 1994.

Nos primeiros cinco anos de vigência do Plano Real, a política monetária operou sob um regime de “âncora cambial”,⁶⁹ baseado na fixação artificial de uma paridade 1:1 entre o real e o dólar. No mesmo período, foram realizadas duas outras importantes alterações institucionais, as quais foram consideradas pelos ideólogos da equipe econômica do então governo Fernando Henrique Cardoso como fundamentais para o bom funcionamento da política monetária e o sucesso do Plano Real: a redução do número de membros do CMN e a criação do Comitê de Política Monetária, como órgão interno do Banco Central.

É interessante notar que ambas as medidas foram adotadas por atos normativos do Poder Executivo ou do próprio Banco Central, sem a participação do Congresso Nacional, confirmando o

65 Ver: VIANNA, Maria Lúcia Teixeira Werneck. **A administração do “milagre”**: o Conselho Monetário Nacional, 1964-1974. Petrópolis: Vozes, 1987, p. 114 (“Ao assumir o poder, a 15 de março de 67, Costa e Silva [...] declararia: ‘Será a segunda fase da Revolução’. [...] a consolidação de um sistema de autoridade monetária capaz de ditar *de cima* os rumos de um capitalismo forte para o Brasil.”).

66 Ver: NÓBREGA, Mailson da. Construção e desmonte das instituições fiscais. In: SALTO, Felipe; ALMEIDA, Mansueto (Orgs.) **Finanças públicas**: da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade. Rio de Janeiro: Record, 2016. p. 31-32 (“O relacionamento entre este [Banco Central] e o BB seria feito temporariamente por intermédio de uma ‘conta movimento’. [...] A partir de 1967, as ‘reservas monetárias’ possuíam um orçamento próprio, aprovado pelo Conselho Monetário Nacional [...]. Nessas circunstâncias, o Conselho Monetário Nacional tinha poderes semelhantes aos de um rei medieval, que podia gastar sem autorização legislativa”).

67 Ver: FRANCO, Gustavo H. B. **O Conselho Monetário Nacional como autoridade monetária**: das origens aos dias atuais. In: BACHA, Edmar (Org.) **A crise fiscal e monetária brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 50 (“[...] a estabilidade da moeda tinha sua importância vastamente diminuída pela prioridade concedida ao desenvolvimento”).

68 Dentre essas, destacam-se alguns avanços institucionais ocorridos pouco antes do advento da Constituição de 1988, tais como: (i) a criação da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), como órgão responsável pela execução orçamentária, em substituição ao Banco do Brasil (Decreto 92.452/1986); (ii) a unificação dos recursos do Tesouro Nacional em Conta Única, muito embora esta ainda fosse mantida no Banco do Brasil (Decreto 93.872/1986); (iii) a transferência da gestão da dívida pública mobiliária federal para a STN, em lugar do Banco Central (Decreto 94.443/1987); (iv) a extinção do orçamento monetário, ficando vedado ao Banco Central suprir recursos para operações de crédito não estritamente vinculadas à execução da política monetária (Decreto 94.442/1987); e (v) a transferência dos fundos e programas de crédito do Banco Central para o Ministério da Fazenda (Decreto 94.442/1987). Muitas dessas disposições foram reforçadas e aprimoradas pela CF/1988, a exemplo da exigência de depósito das disponibilidades de caixa da União no Banco Central e da proibição de este último conceder empréstimos à União ou a qualquer entidade que não seja instituição financeira (art. 164, §§ 1º e 2º).

69 Segundo o relato de Gustavo Franco, o regime de âncora cambial adotado nos primórdios do Plano Real buscava reforçar a confiança na política monetária por meio da exigência legal de “lastreamento” das emissões da nova moeda em reservas internacionais de valor equivalente, administradas pelo Banco Central, nos termos do art. 3º da Medida Provisória 542/1994 e da Resolução CMN 2.082/1994. Conforme observado pelo mesmo autor, a medida teria tido um caráter meramente simbólico, diante da maior relevância de outras alterações institucionais posteriores, a exemplo da redução do número de membros do CMN, e, finalmente, da criação do Comitê de Política Monetária (Copom), órgão colegiado integrado pelos Diretores do Banco Central que passou a concentrar as decisões sobre a fixação da taxa básica de juros, nos termos da Circular BCB 2.698/1996. Vide: FRANCO, Gustavo H. B. **A moeda e a lei**: uma história monetária brasileira, 1933-2013. Rio de Janeiro: Zahar, 2017, p. 625-626 e 631-632.

modelo de “regulação executiva da moeda” que predominou no Brasil entre 1988 até 2018, conforme observado por Mario Schapiro:

(...) embora a Constituição exigisse não só lei, como lei complementar para a regulamentação do setor, as diversas reformas institucionais ocorridas entre 1994 e 2003 foram quase sempre conduzidas pelo Executivo (...). **Tratou-se, portanto, de um arranjo regulatório confeccionado na cadeia de comando e controle do Executivo, que contou com baixa participação do Congresso e parca disciplina legal.**⁷⁰ (grifou-se)

A primeira alteração, introduzida pela Medida Provisória 542/1994, consistiu na redução do número de membros do CMN, órgão máximo da regulação do sistema financeiro. A composição desse órgão ficou limitada aos Ministros da Fazenda e do Planejamento, e ao Presidente do Banco Central, eliminando dessa forma a anterior configuração baseada em representação de caráter corporativo.⁷¹ Conforme o relato de Gustavo Franco, tratou-se de

uma providência deliberada no sentido de deslocar para o Banco [Central] o eixo decisório dos assuntos pertinentes ao CMN, descaracterizando-o como ‘câmara setorial da moeda e do crédito’ (...). **Na prática foi como se o CMN tivesse sido desmobilizado, ou se tornado um órgão decorativo** (...). Ao concentrar poderes na equipe [do Plano Real], via redução do número de membros do CMN, bem como pela escolha dos dirigentes dos bancos federais, enviava-se uma clara mensagem ao público sobre a orientação das políticas monetária e fiscal a seguir.⁷² (grifou-se)

Em verdade, a redução do CMN também resultou em uma concentração desproporcional de poderes no Executivo, que passou a exercer, por meio daquele único órgão, o papel de regulador de última instância, sem qualquer interferência do Poder Legislativo, já que a lei complementar única prevista no art. 192 da CF/1988 jamais fora editada.⁷³

A segunda alteração se traduziu na criação do Comitê de Política Monetária (Copom), como órgão interno do BC, composto pelos membros da sua própria diretoria, com competência exclusiva para fixar a taxa de juros de curto prazo, o que na prática conferiu à autoridade monetária uma espécie de “autonomia operacional de fato” (ainda que não *de jure*).⁷⁴ A alteração foi introduzida por simples circular do Banco Central (Circular 2.698/1996), como resultado do esvaziamento do CMN, e fiel ao padrão de regulação executiva da moeda, predominante até 2018.

Segundo confessado por um dos seus principais ideólogos, tratou-se de uma “tentativa até mesmo improvisada” já que

[s]eria uma discussão difícil, talvez demorada e improdutiva, saber se o Copom deveria ser criado por lei ordinária, (...) o encaminhamento de projeto de lei seria demorado e polêmico, como costumam ser os trâmites de assuntos da espécie e sem garantias sobre o desfecho (...), [n]

70 SCHAPIRO, Mario Gomes, *op. cit.*, 2020, p. 143-144.

71 SCHAPIRO, Mario Gomes, *op. cit.*, 2020, p. 143-144.

72 FRANCO, Gustavo H. B., *op. cit.*, 2017, p. 621, 625 e 631. O mesmo autor salienta que a alteração do CMN somente pode ser realizada à revelia de lei complementar em função de a matéria não constar expressamente do rol do art. 192 da Constituição e já haver três precedentes anteriores de alteração por atos com força de lei ordinária (p. 622).

73 Conforme também observado por Mario Schapiro: “Nesta dimensão, o desenho constitucional brasileiro, assim como verificado em outros países da região, constitui um regime presidencialista com poderes desproporcionalmente concentrados no Executivo. No sistema financeiro, em particular, é o Executivo, e não o Congresso que exerce o poder de legislar (ou regular via CMN) e de ameaçar a burocracia a legislar, cumprindo assim o seu papel de ‘principal’ político” (Schapiro, Mario Gomes. *op. cit.*, 2020, p. 174).

74 FRANCO, Gustavo H. B., *op. cit.*, 2017, p. 635.

essas circunstâncias, foi mais fácil e mais prudente criar o Copom no interior do BC, através de uma circular, confundindo-se com a sua diretoria (...). Embora não a proclamasse, o Copom foi consagrando a tese da independência [sic] do Banco Central, **sem que a polêmica expressão tivesse de ser utilizada ou submetida a debates parlamentares.**⁷⁵ (grifou-se)

O Plano Real obteve inicialmente um grande êxito na estabilização do processo inflacionário. Entretanto, a estratégia de manutenção da paridade entre o real e o dólar resultou em uma apreciação crônica da taxa de câmbio da moeda nacional, gerando desequilíbrios comerciais externos persistentes. A dinâmica culminou com uma severa crise de balanço de pagamentos e no esgotamento das reservas internacionais mobilizadas para sustentar a paridade cambial, o que levou o governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso a firmar, ao final de 1998, um acordo de assistência financeira com o Fundo Monetário Internacional (FMI).⁷⁶

Em contrapartida ao pacote de auxílio, o Brasil teve que se comprometer com reformas estruturais, privatizações e maior controle fiscal, a fim de estabilizar a sua economia após a grave crise cambial. Surgiu, a partir daí, uma nova matriz de política macroeconômica, baseada na adoção de (i) câmbio flutuante; (ii) política de superávit primário e (iii) metas de inflação, o que ficou conhecido como o “tripé macroeconômico”.⁷⁷

Nesse contexto de crise dramática, observa-se que o regime de metas de inflação no Brasil foi introduzido por meio de um simples decreto (o Decreto 3.088/1999, atualmente substituído pelo Decreto 12.079/2024), e não por meio de lei em sentido formal, o que evidencia um déficit de legitimidade democrática na gênese desse arcabouço.⁷⁸

Conforme observado por Mario Schapiro, contribuiu para a escolha da forma de decreto o entendimento fixado pelo Supremo Tribunal Federal (STF), ao julgar a Ação Direta de Constitucionalidade 4, consoante o qual passou-se a exigir a edição de uma *única* lei complementar para regulamentar todas as matérias atinentes ao Sistema Financeiro Nacional previstas no art. 192 da CF/1988 (na redação original, anterior à Emenda Constitucional 40/2003). Isso, na prática, significou a interdição da via da lei complementar, diante do quórum legislativo mais elevado e da virtual impossibilidade de se formar um consenso político para regular em uma única lei uma ampla diversidade de temas financeiros.⁷⁹

Em que pese a sua gênese presidencialista-autoritária, típica do modelo de regulação executiva da moeda, o fato é que o regime de metas de inflação efetivamente se impôs ao Banco Central, o qual, a partir daí, passou a se submeter ao dever jurídico de perseguir as metas de inflação fixadas pelo CMN.

⁷⁵ FRANCO, Gustavo H. B., *op. cit.*, 2017, p. 632 e 635.

⁷⁶ DIEGO, Marcelo. **Operação de socorro**. Folha de São Paulo, São Paulo, 3 dez. 1998. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fio3129802.htm>.

⁷⁷ PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. O tripé, o trilema e a política macroeconômica. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. **Dossiê da crise IV: a economia brasileira na encruzilhada**. [S.l.]: Associação Keynesiana Brasileira, 2013. p. 10-18.

⁷⁸ De acordo com Gustavo Franco, a criação do regime de metas de inflação por meio de decreto se fundamentou no art. 4º da Lei 4.595/1964, a qual previa que as competências do CMN seriam exercidas “conforme diretrizes do Presidente da República”, de modo que o decreto atribuiu ao órgão a definição dos detalhes operacionais daquele regime, a exemplo da fixação da meta de inflação, dos intervalos de tolerância, do índice de preços e da metodologia de verificação (Franco, Gustavo H. B. *op. cit.*, 2017, p. 641).

⁷⁹ SCHAPIRO, Mario Gomes. **A regulação executiva da moeda: a variedade institucional da regulação monetária brasileira na Nova República**. Revista de Direito Administrativo, v. 279, n. 2, maio/ago. 2020, p. 162, disponível em: <https://www1.fgv.br/revistas/rda/article/download/82008/78225>. No mesmo sentido, ver: FRANCO, Gustavo H. B. *op. cit.*, 2017, p. 621, 625 e 631.

4 As principais características do regime de metas de inflação no Brasil

O regime de metas de inflação no Brasil, atualmente disciplinado pela LC 179/2021 e pelo Decreto 12.079/2024, que sucedeu o Decreto 3.088/1999, é inspirado no modelo neozelandês e, assim como este, pode ser categorizado como uma espécie de arcabouço (*framework*), que confere ao Banco Central um espaço para o exercício de uma discricionariedade técnica limitada.⁸⁰

Desde 2021, o Banco Central goza de garantia formal de autonomia técnica e operacional, conferida pela LC 179, em face do Poder Executivo. Os seus dirigentes passaram a deter mandato por prazo fixo de quatro anos e estabilidade no cargo (art. 4º da LC 179/2021). É admitida a exoneração somente a pedido do próprio dirigente, por motivo de enfermidade incapacitante, condenação proferida por órgão colegiado por improbidade ou crime que impossibilite acesso a cargos públicos, ou ainda por comprovado e recorrente desempenho insuficiente no cumprimento dos objetivos (art. 5º da LC 179/2021).

Trata-se de um arcabouço jurídico integrado por conceitos vagos, de índole técnica e científico-econômica (a exemplo do conceito de “estabilidade de preços”, previsto no art. 1º da LC 179/2021, e de “políticas necessárias”, previsto no art. 3º do Decreto 12.079/2024), os quais conferem uma margem de discricionariedade para a autoridade monetária, dentro dos limites razoavelmente admitidos pela esfera técnica ou científica de referência, mesmo não havendo uma única resposta correta em cada caso.⁸¹

Na execução da política monetária, a discricionariedade técnica do Banco Central se manifesta principalmente no que se refere à escolha da abordagem (mais ou menos contracionista ou expansionista, a depender das circunstâncias), dos instrumentos (dentre aqueles autorizados por lei), do estilo da comunicação (em linguagem mais vaga ou específica) e, principalmente, do momento (*timing*) para aplicação de cada medida, no intuito de cumprir a meta de inflação e alcançar os demais objetivos da política monetária.

Por outro lado, esse mesmo arcabouço também é integrado por regras objetivas, externas à própria técnica ou ciência, a exemplo das normas que definem as metas de inflação (específicas, verificáveis e com prazo certo de cumprimento), dos deveres de transparência (na comunicação das metas, na operacionalização dos instrumentos e na prestação de contas) e dos critérios de responsabilização (*accountability*) dos dirigentes do Banco Central.

80 BERNANKE *et al.*, *op. cit.*, 1999, p. 300: “[i]nflation target is not a rule. Rather, it is a framework that allows for the exercise of ‘constrained discretion’”.

81 Fábio Medina Osório define a discricionariedade técnica como a “liberdade de escolha balizada pela Ciência e pela técnica” (OSÓRIO, Fábio Medina. Os Limites da Discricionariedade Técnica e as Provas Objetivas nos Concursos Públicos de Ingresso nas Carreiras Jurídicas. *Revista Eletrônica de Direito do Estado (REDE)*, Salvador: Instituto Brasileiro de Direito Público, n. 22, abril/maio/junho de 2010. Disponível em <http://www.direitodoestado.com/revista/rede-22-abril-2010-fabio-osorio.pdf>). Segundo Flávio José Roman, esta corresponde ao “dever da Administração ou dever daquele que exerce função administrativa de ponderar, segundo os cânones técnicos e científicos pertinentes, mediante determinado procedimento e em determinado prazo, para, em seguida, indicar qual é o comportamento, de pelo menos dois admitidos pelas normas incidentes no caso concreto, que melhor atende à finalidade da lei” (ROMAN, Flávio José. *Discricionariedade técnica na regulação econômica*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 192). Ainda de acordo com o mesmo autor, na discricionariedade técnica “revela-se a insuficiência dos conhecimentos técnicos para revelar a solução ótima a ser adotada pela Administração. O argumento da técnica, portanto, não se mostra, por si só, como razão suficiente (...). Em tais casos, verifica-se como que uma conjugação de técnica e discricionariedade, pois entram em pauta tanto fatores técnicos quanto fatores de conveniência e oportunidade” (*op. cit.*, 2013, p. 192). Eva Desdentado Daroca, a seu turno, identifica dois tipos fortes de discricionariedade técnica-administrativa. No primeiro tipo, a norma atribui à Administração a competência para escolher, no âmbito de determinada técnica ou ciência, o modo de atuar para atingir um fim de interesse público, sem que aquela técnica ou ciência definam um único modo de atuação, mas sim vários igualmente eficazes para atingir o interesse público, caso em que a escolha dentre estes caberá à Administração, de acordo com o que julgar mais conveniente para a consecução do interesse público. No segundo tipo, a escolha da Administração sobre o modo de atuação recai sobre hipóteses técnicas ou científicas que não foram ou não podem ser objeto de corroboração absoluta, seja por se tratar de tema na fronteira do conhecimento, em que a ciência ainda está pouco avançada, ou de juízo de prognose, que depende de conjecturas sobre eventos futuros e incertos. Em ambos os casos, haja vista a impossibilidade de crítica ou revisão técnico-científica *ex ante*, caberá à Administração efetuar a escolha dentre os modos de agir que considere mais convenientes para a realização do interesse público. Nesses dois tipos de discricionariedade técnica-administrativa, o controle judicial, ante a existência de um âmbito de discricionariedade forte, deverá se limitar a um controle negativo, isto é, a verificar se a Administração respeitou os limites estabelecidos pela técnica ou ciência (se e quando estes existirem e puderem ser reconhecidos de modo claro) e pelo ordenamento jurídico, mas não escolher qual o modo técnico de atuação correto (DAROCA, Eva Desdentado. *Los problemas del control judicial de la discrecionalidad técnica*: um estudo crítico de la jurisprudência. Madrid: Civitas, 1997, p. 65-66).

As metas de inflação, o intervalo de tolerância e o índice de preços para monitorar o seu cumprimento são definidos pelo CMN, mediante proposta do Ministro da Fazenda (arts. 2º e 4º do Decreto 12.079/2024). O CMN é um órgão do Poder Executivo atualmente integrado pelos Ministros da Fazenda e do Planejamento, e pelo Presidente do Banco Central (art. 8º da Lei 9.069/1995). Os dois primeiros são demissíveis *ad nutum* pelo Presidente da República, enquanto o último goza de estabilidade (arts. 4º e 5º da LC 179/2024).

A meta definida pelo CMN vincula finalisticamente o comportamento futuro do Banco Central (art. 3º do Decreto 12.079/2024), e permanece em vigor por tempo indeterminado até que seja alterada, observada a anterioridade mínima de trinta e seis meses (art. 2º, § 2º, do Decreto 12.079/2024).

No atual regime de metas de inflação, a variação da inflação é medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), nos termos do art. 1º da Resolução CMN 5.141/2024.

Esse índice monitora a inflação ampla e tem a desvantagem de capturar toda a volatilidade de preços, sem fazer qualquer diferenciação entre choques temporários de oferta (e.g. quebras de safra e outros fatores conjunturais) e aquecimento efetivo de demanda. Isso tem ensejado debates sobre a possibilidade de a autoridade monetária brasileira, muitas vezes, guiada por esse índice de preços, ser forçada a reagir de forma açodada e excessivamente contracionista, mesmo quando comparada a seus pares internacionais, produzindo impactos adversos para o nível de investimentos produtivos, crescimento econômico, postos de trabalho e desigualdade social.⁸² Outros países, a exemplo dos EUA e da Nova Zelândia, adotam uma abordagem diversa, baseada no conceito de inflação núcleo (*core inflation*), que permite aos seus bancos centrais, na condução da política monetária, desprezar variações de preço conjunturais.⁸³

A apuração do cumprimento da meta de inflação pelo Banco Central até dezembro de 2024 era “anual” (ou seja, de janeiro a dezembro), verificada com base no índice de inflação acumulado de janeiro a dezembro de cada ano (art. 4º do Decreto 3.088/1999).

A partir de janeiro de 2025, a meta passou a ser “contínua”, isto é, apurada mês a mês, com base na variação da inflação acumulada nos últimos doze meses (art. 2º do Decreto 12.079/2024). De acordo com essa nova sistemática, considera-se haver descumprimento caso a variação da taxa de inflação acumulada nos últimos doze meses se desvie por seis meses consecutivos da meta fixada pelo CMN.

Em caso de descumprimento da meta de inflação, nos termos do art. 6º do Decreto 12.079/2024, o Banco Central emitirá nota no Relatório de Política Monetária e carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, por meio dos quais divulgará publicamente as razões do descumprimento, inclusive a descrição detalhada das causas, as medidas necessárias para assegurar o retorno à meta e o prazo esperado para que produzam efeito. São medidas de transparência, mas que, ao mesmo tempo, também configuram sanções reputacionais que incidem sobre o Banco Central, especialmente as figuras do seu presidente e diretores.⁸⁴

82 SILVA, Nelson da. **Medidas de Núcleo de Inflação para o Brasil baseadas no Método Wavelets?** Brasília: Banco Central do Brasil, Departamento de Estudos e Pesquisas, Série **Trabalhos para Discussão**, n. 528, jul. 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/WorkingPaperSeries/wps528.pdf>. Em sentido divergente, contestando a capacidade preditiva dos índices baseados no conceito de inflação núcleo e sugerindo a adoção de uma média de cinco índices, conferir: MACHADO, Vicente da Gama. *Inflação núcleo no Brasil: passado e presente*. Série de Trabalhos para Discussão – Banco Central do Brasil, n. 602, abr. 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/WorkingPaperSeries/WP602v2.pdf>.

83 A abordagem baseada no conceito de *core inflation* exclui variações conjunturais nos preços de energia e alimentos, por serem considerados bens suscetíveis a choques de oferta mais frequentes, por vezes, devido a fatores climáticos, geopolíticos, dentre outros. Dada a exclusão desses elementos, a métrica baseada no conceito de *core inflation* é considerada por alguns mais adequada para aferir como os aumentos ou reduções de preço estão efetivamente influenciando as taxas de inflação no longo prazo, de modo a evitar apertos monetários excessivos ou até mesmo contraproducentes (nesse sentido Bernanke, *op. cit.*, 2022, p. 12).

84 Ver acima nota 41.

Uma vez comprovado o recorrente desempenho insuficiente do Banco Central no alcance dos seus objetivos institucionais, incluindo o cumprimento das metas de inflação, a situação de desconformidade pode ensejar a exoneração dos seus dirigentes, mediante ato do Presidente da República e aprovação, por maioria absoluta, do Senado Federal, nos termos do art. 5º, inc. I e § 1º, da Lei Complementar 179/2021.

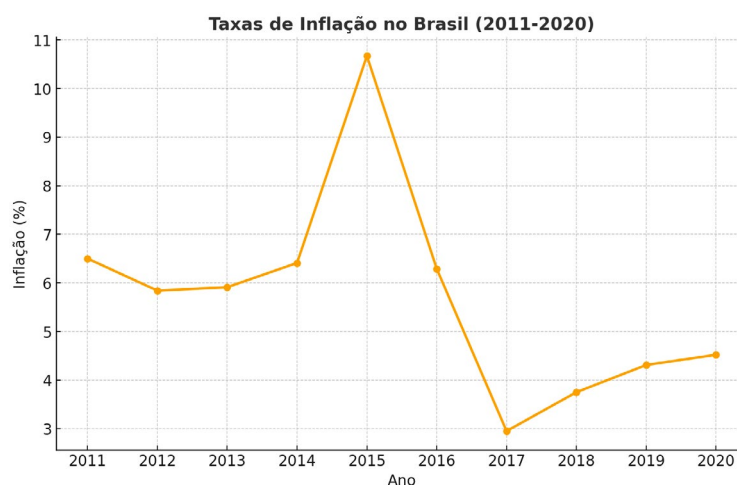
A exoneração, contudo, é ato não vinculado do Presidente da República e do Senado Federal, o qual admite certa margem de apreciação política. Isso significa que o descumprimento reiterado das metas de inflação, embora seja uma condição necessária, não será por si só suficiente para determinar a exoneração dos dirigentes do Banco Central.

Desde 2017, após um período de catorze anos com metas de inflação fixadas em 4,5%, iniciou-se um ciclo de redução gradual da meta. Naquele ano, o CMN reduziu a meta de inflação para 4,25% a partir de 2019, e a cada ano subsequente reduziu-a novamente em 0,25 ponto percentual, até finalmente fixá-la em 3% a partir de 2024. Em 2017, o intervalo de tolerância também foi reduzido de 2% para 1,5%. Dessa forma, a atual meta de inflação fixada pela Resolução CMN 5.141/2024 é de 3% (centro da meta), com um limite de tolerância inferior de 1,5% e superior de 4,5%.

No Voto CMN 52/2021, o então Ministro da Economia Paulo Guedes justificou a proposta de redução da meta de inflação para o atual patamar de 3% com base no argumento de melhoria da credibilidade e das expectativas dos mercados, e de que isso não implicaria custos adicionais ao bem-estar da população, textualmente:

[n]a medida em que a meta seja crível, os agentes econômicos a incorporam em suas expectativas [...] uma redução da meta de inflação para 2024 **não implica custos adicionais ao bem-estar da população no curto prazo**, e, sim, deve trazer ganhos relevantes para o País no médio prazo. (grifos nossos)

Não se conhece, contudo, base empírica ou estudo técnico oficial publicado que tenha demonstrado a vantajosidade, praticabilidade ou simples realismo da fixação da meta de inflação em 3%, considerando que o novo alvo se situava em patamar abaixo da quase totalidade dos índices históricos de inflação verificados ao longo da década anterior:⁸⁵



Fonte: IBGE. Elaboração própria.

⁸⁵ As taxas de inflação ao longo da década anterior foram: 2011, 6,50%; 2012, 5,84%; 2013, 5,91%; 2014, 6,41%; 2015, 10,67%; 2016, 6,29%; 2017, 2,95%; 2018, 3,75%; 2019, 4,31%; e 2020, 4,52%.

A economia do Brasil, além disso, como é típico de um país ainda em desenvolvimento, apresentava naquela época, como ainda hoje, médias históricas de inflação bastante elevadas quando comparadas às dos países desenvolvidos, variando entre 4,5% e 6,5% na média anual.

O Decreto 10.411/2020, o qual regulamentou a análise de impacto regulatório (AIR) no âmbito da Administração Federal, dispensou expressamente tal análise para os atos que disponham estritamente sobre política monetária (art. 3º, § 2º, IV).⁸⁶ Por esse motivo, o Voto CMN 52/2021, assim como outros que o sucederam sobre metas de inflação, também não faz menção a qualquer análise de impacto regulatório que tenha buscado estimar, com base em evidências empíricas, os efeitos prováveis ou possíveis da fixação da meta de inflação em 3%.

Nos últimos quatro anos, o histórico de sucessivos descumprimentos das metas de inflação pelo Banco Central também reforça a percepção de ausência de embasamento empírico ou simples voluntarismo. No período de 2021 a 2024, mesmo já gozando da autonomia operacional conferida pela Lei Complementar 179/2021, o Banco Central descumpriu a meta de inflação em três dos quatro anos-calendários (2021, 2022 e 2024). No ano de 2026, a inflação acumulada nos últimos doze meses até janeiro já registra 4,44%, bastante próxima ao limite superior da meta (4,5%), a despeito de sucessivas altas de juros, o que evidencia o risco possível de novo descumprimento da meta.

Esses dados sobre os reiterados descumprimentos da meta de inflação pelo Banco Central, verificados em diferentes Governos, com diferentes ideologias e políticas econômicas, mas sob a vigência do mesmo arcabouço jurídico de metas de inflação, reforçado pela garantia de autonomia operacional do Banco Central (LC 179/2021), consubstanciam um forte indício de que a meta de inflação de 3%, tal como fixada pelo CMN, revela-se inadequada às condições específicas da economia brasileira.⁸⁷

Contrafactualmente, adotando como premissa o estudo econômico conduzido por Aloísio Araújo, Vítor Costa, Paulo Lins, Rafael Santos e Serge de Valk, intitulado *Inflation Targeting under Fiscal Fragility*,⁸⁸ pode-se ainda inferir que, em contextos de fragilidade fiscal, como era, de fato, a situação do Brasil no pós-pandemia de 2021, elevar a meta de inflação poderia ter sido uma decisão mais racional, pois reduziria o custo de cumprir a meta, aumentaria a credibilidade do governo e ajudaria a evitar sucessivas crises de confiança, mantendo ao mesmo tempo incólume a efetividade e a credibilidade do regime de metas de inflação.

5 A vinculação finalística da autoridade monetária ao regime de metas *versus* a autonomia operacional conferida pela LC 179/2021

O arcabouço jurídico vigente, a despeito da margem de discricionariedade técnica e da autonomia operacional atribuída pela Lei Complementar 179/2021, não confere ao Banco Central qualquer liberdade em termos de independência para a fixação dos seus objetivos, não podendo este jamais, unilateralmente, renunciar ou flexibilizar o cumprimento das metas de inflação definidas pelo CMN.

86 A mesma dispensa foi invocada em 2024, por ocasião do Voto CMN 39/2023, da lavra do Ministro da Fazenda, Fernando Haddad, o qual manteve a meta de inflação em 3,00% para o ano de 2026.

87 No mesmo sentido, ver: ARAÚJO, Aloísio; COSTA, Vítor; LINS, Paulo; SANTOS, Rafael; DE VALK, Serge. *Inflation Targeting under Fiscal Fragility*. American Economic Journal: Macroeconomics, forthcoming. Disponível em: <https://www.aeaweb.org/articles?from=f&id=10.1257/mac.20230291>

88 ARAÚJO, Aloísio; COSTA, Vítor; LINS, Paulo; SANTOS, Rafael; DE VALK, Serge. *Inflation Targeting under Fiscal Fragility*. American Economic Journal: Macroeconomics, forthcoming. Disponível em: <https://www.aeaweb.org/articles?from=f&id=10.1257/mac.20230291>.

Ainda que a atual meta de inflação (3%) possa ser considerada algo “pouco crível”, “exigentíssima” ou até mesmo “inimaginável”,⁸⁹ o fato é que o atual regime de metas (Decreto 12.079/2024) vincula a autoridade monetária sob o aspecto jurídico-finalístico e em termos de resultados objetivamente verificáveis, sem prejuízo de sua autonomia operacional no que se refere aos meios de execução (LC 179/2021).

Bem-vistas as coisas, é inequívoco que a decisão do CMN, a qual fixa uma meta de inflação objetiva, verificável (por meio do IPCA) e com prazo de cumprimento determinado, sob pena de responsabilização dos dirigentes do Banco Central, exerce dominância no processo e vincula de modo finalístico toda a atividade operacional posterior da autoridade monetária na fixação da taxa de juros.

O art. 3º do Decreto 12.079/2024 determina que o Banco Central deve implementar as políticas necessárias para o cumprimento da meta de inflação. Para tanto, o Banco Central emprega os seus instrumentos tradicionais de política monetária, principalmente o controle da taxa básica de juros (Selic).⁹⁰

Com base em seus modelos econométricos e simulações, a Autoridade Monetária estima o valor nominal da taxa Selic que julga necessário para fazer a taxa de inflação convergir para a meta estabelecida pelo CMN. A partir daí, uma vez fixada pelo Copom a taxa Selic, o Banco Central, por meio das operações de compra e venda de títulos públicos no mercado aberto (inclusive compromissadas), ajusta a liquidez no sistema financeiro de modo a assegurar que o equilíbrio entre oferta e demanda por reservas no mercado interbancário convirja para aquela mesma taxa Selic.

É a decisão do CMN sobre a meta de inflação que dirige a magnitude total do ciclo de aperto ou afrouxamento monetário a ser implementado pelo Banco Central. Como consequência da decisão do CMN que estipula a meta de inflação, e da subsequente atuação do Banco Central no sentido de manter a taxa Selic no patamar necessário para fazer a inflação convergir para a meta, diversos outros indicadores econômicos relevantes serão sensibilizados, a exemplo dos níveis de oferta de crédito, investimento, emprego, crescimento, dívida pública e desigualdade.

No atual arcabouço, a deliberação do CMN sobre a definição da meta de inflação exerce papel mais relevante do que as próprias decisões do Copom sobre a fixação da taxa Selic, por serem estas últimas simples desdobramentos da primeira, sob a forma de meros atos de execução, conduzidos sob um espaço de discricionariedade técnica limitado.

O descumprimento da meta de inflação sujeita os dirigentes do Banco Central à responsabilização política perante o Presidente da República e o Senado Federal, nos termos do artigo 5º, IV e § 1º, da Lei Complementar 179/2021, sem prejuízo ainda da sanção reputacional⁹¹ consubstanciada no dever de emissão de carta aberta explicando as causas do descumprimento e as medidas necessárias para solucioná-lo (art. 6º do Decreto 12.079/2024).

Isso faz com que a autoridade monetária, na prática, deva perseguir a meta de inflação custe o que custar, ou seja, independentemente da produção de quaisquer outros efeitos econômicos

89 Conforme as palavras do Ministro da Fazenda Fernando Haddad, em audiência perante a Comissão de Finanças e Tributação da Câmara dos Deputados (CFT-CD) em 2024. Conferir: TALAR, Estevão; PEREIRA, Gabriela. Haddad fala em ruídos e chama de “inimaginável” meta de inflação de 3%. *Valor Econômico*, São Paulo, 23 de mai. de 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2024/05/23/haddad-fala-em-ruídos-e-chama-de-inimaginavel-meta-de-inflacao-de-3.ghml>.

90 O próprio sítio do BC, na seção que descreve para o público geral o funcionamento do regime de metas de inflação, destaca a fixação da taxa Selic pelo Copom como principal instrumento da política monetária para manter a inflação sob controle. Conferir: BRASIL. **Metas para a inflação**. Brasília: BC, [s.d.] (“[r]egime de Metas de Inflação. É o conjunto de procedimentos para garantir a estabilidade de preços do país: 1. O Conselho Monetário Nacional (CMN) estabelece a meta para a inflação; 2. Para manter a inflação sob controle, o Copom define a meta da taxa Selic; 3. O BC realiza operações de mercado aberto (compra e venda de títulos) para influenciar a taxa Selic; e 4. A taxa Selic, por meio de diversos canais da economia, afeta a inflação”).

91 Ver: CARPENTER, *op. cit.*, 2010, p. 43-70.

colaterais ou indesejados, de segunda ordem, alheios à persecução do seu objetivo fundamental de promoção da estabilidade de preços (art. 1º, *caput*, Lei Complementar 179/2021).

Essa clareza conceitual é muito importante. No atual estado de coisas, mesmo que, hipoteticamente, em seu foro íntimo, os membros do Copom discordem da meta de inflação fixada pelo CMN, considerando, por suposto, a partir de um certo juízo de proporcionalidade, que os custos impostos à sociedade brasileira pela fixação de uma meta de inflação em um patamar excessivamente reduzido superam em muito os seus potenciais benefícios, mesmo no longo prazo, esses agentes públicos, como em uma tragédia grega, permanecerão vinculados a um roteiro rígido definido pelo arcabouço jurídico, o qual estabelece a meta de inflação como seu objetivo fundamental, e a uma prática institucional que adota o controle da taxa básica de juros como sua única e principal arma de combate.

6 Sobre a definição das metas de inflação: entre delegação e deliberação

O debate sobre a alocação da autoridade sobre a moeda e da competência para a tomada de decisões sobre a política monetária, inclusive a definição das metas de inflação, pode ser dividido entre duas vertentes principais: delegação e deliberação.⁹²

Para os integrantes da vertente da delegação, a transferência do poder monetário a órgãos tecnocráticos independentes, para controle da inflação mediante a administração da taxa básica de juros, seria a medida mais adequada, no pressuposto de que haja um mandato constitucional claramente estabelecido, transparência na comunicação da autoridade monetária e supervisão parlamentar sobre as suas atividades.

De acordo com essa corrente, a delegação pura e simples seria a melhor forma de estabelecer a governança da moeda e promover a estabilidade de preços, sem o risco da interferência e imprevisibilidade das instituições democráticas. Isso seria ilustrado pela máxima de um dos seus principais expoentes, Rudiger Dornbusch, segundo a qual: “*democratic money is bad money*” (“a moeda democrática é uma moeda ruim”, em tradução livre).⁹³

A vertente da deliberação, a seu turno, reconhece a importância de um arcabouço legal definindo claramente o mandato do banco central, mas não se satisfaz com a delegação pura e simples. De acordo com essa vertente, as decisões de política monetária jamais serão exclusivamente técnicas, pois envolvem escolhas, ponderações e renúncias (*trade-offs*), a exemplo daquela entre os potenciais riscos de maior inflação versus potenciais benefícios de maior crescimento e menor desemprego, além de julgamentos sobre outros bens e interesses públicos envolvidos, a exemplo dos altos investimentos em transição energética exigidos para mitigar a mudança climática. Segundo as palavras de Joseph Stiglitz, um dos principais representantes dessa corrente: “*the decisions made by the central bank are not just technical decisions; they involve trade-offs; (...) [and t]hese trade-offs involve values*” (“as decisões tomadas pelo banco central não são apenas decisões técnicas, elas envolvem escolhas; e essas escolhas envolvem valores”, em tradução livre).⁹⁴

Isso significa que, para essa vertente, a legitimidade das decisões que definem as metas de inflação depende da organização de um procedimento de deliberação que seja não só tecnicamente consistente e mitigue potenciais conflitos de interesse – seja entre o banco central e o Estado, seja entre o banco central e o poder econômico privado –, mas sobretudo possibilite que a decisão seja

92 Ver: MONNET, Éric. **Balance of Power**: Central Banks and the Fate of Democracies. Chicago: University of Chicago Press, 2024, p. 131 e ss.

93 DORNBUSCH, Rudiger. **Keys to Prosperity**: Free Markets, Sound Money, and a Bit of Luck. Cambridge, MA: MIT Press, 2000, p. 15.

94 STIGLITZ, *op. cit.*, 1998, p. 216 e 217.

produzida no âmbito de um processo público em que possa ser racionalmente debatida, de modo a torná-la potencialmente aceitável por todos aqueles possivelmente atingidos.⁹⁵

Consoante essa segunda corrente, as decisões de política monetária não devem ser apresentadas como escolhas técnicas únicas e inevitáveis, mas sim como alternativas legítimas entre diferentes possibilidades, cujos impactos económicos e sociais foram amplamente discutidos e ponderados – inclusive com a participação de outros especialistas representantes da sociedade civil organizada,⁹⁶ e não somente dos “participantes do mercado financeiro”⁹⁷ – e previamente comunicados a todas as partes interessadas.

De fato, considerando que as decisões sobre metas de inflação são tomadas pelas autoridades em contextos de incerteza e informação incompleta,⁹⁸ sofrem interferência de vieses cognitivos dos próprios membros dessas instâncias decisórias,⁹⁹ e produzem inegáveis efeitos distributivos,¹⁰⁰ tanto intersubjetivos, quanto intertemporais, a busca por maior legitimação democrática se mostra não somente adequada, como necessária.¹⁰¹

Em uma democracia constitucional, sendo o Parlamento, via de regra, o único órgão político que congrega a representação proporcional de todos os grupos e classes sociais, além das diferentes correntes do pensamento político-económico, e sendo também o regime de metas de inflação um aspecto central da política económica do país,¹⁰² o qual impacta diretamente sobre diversos outros indicadores – oferta de crédito, nível de investimentos produtivos, crescimento económico, número de postos de trabalho, sustentabilidade da dívida pública, desigualdade social, além da própria inflação –, é razoável considerar que haja por parte dos eleitores não somente uma expectativa legítima, mas sim uma efetiva pretensão de exercer maior grau de influência sobre a condução dessa política económica essencial.

Nesse contexto, a solução adotada pela Suécia em 2022 oferece uma boa síntese das duas correntes, delegação e deliberação. Ao conciliar a manutenção da autonomia operacional do Banco Central, com a democratização do processo de definição das metas de inflação, mediante proposta técnica de iniciativa da autoridade monetária e deliberação final do Parlamento, aquele país logrou endereçar as principais preocupações de ambas as vertentes. Além de conferir maior legitimidade à política monetária, a participação do Legislativo em decisão de política económica de grande relevância também opera em sentido inverso, ou seja, legitimando e fortalecendo a própria democracia.

95 HABERMAS, Jürgen. *Between Facts and Norms: Contributions to a Discourse Theory of Law and Democracy*. Cambridge, MA: MIT Press, 1996, p. 365 (“The political public sphere can fulfill its function of perceiving and thematizing encompassing social problems only insofar as it develops out of the communication taking place among those who are potentially affected. It is carried by a public recruited from the entire citizenry”).

96 ROSE-ACKERMAN, Susan. Citizens and technocrats: an essay on trust, public participation, and government legitimacy. In: LINDETH, Peter; EMERSON, Blake (eds.). *Comparative Administrative Law*. 2nd ed. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2017, p. 259 (“Debates should encourage participants to rely on principled expressions of values (promotion of efficient markets, a fair distribution of benefits and costs, articulation of rights), not on their own individual gains and losses. Of course, such impartiality will not be easy to produce, but if the goal is to structure a general policy, that aspiration is, at least, a central goal”).

97 STIGLITZ, op. cit., 1998, p. 217: “In many countries, bankers are disproportionately represented; and even if they do not come from a banking background, they quickly get captured by the banking background in which they are immersed. Few countries ensure that workers and their interests are represented, even through the actions of the central bank have a vital impact on them”.

98 VAN 'T KLOOSTER, Jens. Central Banks. In: BELLAMY, Richard; KING, Jeff (orgs.). *The Cambridge Handbook of Constitutional Theory*. Cambridge: Cambridge University Press, 2025, p. 629.

99 Consoante Andrew Haldane, dentre os possíveis vieses psicológicos que podem distorcer as decisões dos bancos centrais, destacam-se: preferências pessoais (em detrimento do interesse coletivo); miopia (“curto-prazismo”); excesso de autoconfiança (*hubris*); e pensamento de grupo (“conformismo coletivo”). Para cada um desses, diferentes remédios institucionais são aventados (e.g. transparência, supervisão, mandatos com horizontes mais extensos, colegialidade, diversidade etc.), sem que seja possível, contudo, afastá-los por completo da equação decisória (HALDANE, Andrew G. Central bank psychology. In: CONTI-BROWN, Peter; LASTRA, Rosa M. (orgs.). *Research Handbook on Central Banking*. Cheltenham; Northampton, MA: Edward Elgar Publishing, 2018, p. 365-379).

100 STIGLITZ, Joseph E., op. cit., 1998, p. 216-217.

101 VAN 'T KLOOSTER, Jens. op. cit., 2025, p. 629.

102 STIGLITZ, op. cit., 1998, p. 216 (“[m]onetary policy is a key determinant of the economy's macroeconomic performance”).

7 O déficit democrático do regime de metas de inflação no Brasil

No Brasil, conforme já observado, o atual regime de metas de inflação foi introduzido por ato do Poder Executivo (seja no anterior Decreto 3.088/1999, seja pelo atual Decreto 12.079/2024), sem ter sido jamais submetido à aprovação do Poder Legislativo. Além disso, no atual arcabouço, as metas de inflação são definidas exclusivamente pelo CMN, órgão composto por dois representantes do Poder Executivo e o Presidente do Banco Central, sem qualquer participação direta ou indireta do Poder Legislativo.

No contexto da atual Constituição Monetária, a competência do CMN para fixar as metas de inflação (art. 2º, § 1º, do Decreto 12.079/2024) não corresponde a uma competência originária do Poder Executivo, mas sim à delegação de uma competência do Poder Legislativo, fundamentada no art. 48, incs. XIII e XIV, da CF/1988,¹⁰³ e transferida pelo art. 2º da Lei Complementar 179/2021.¹⁰⁴

Essa delegação, na medida em que realizada pela Lei Complementar 179/2021 sem qualquer parâmetro mínimo ou limite objetivo, destoa do princípio da repartição funcional de poderes e, principalmente, do controle político-constitucional tipicamente exercido pelo Legislativo sobre os atos do Executivo, não somente *ex post*, por meio dos poderes de supervisão, controle e sustação de atos (e.g. art. 49, V e X, da CF/1988), mas, principalmente, *ex ante*, através da definição do conteúdo mínimo dos futuros atos administrativos a serem praticados com fundamento nas leis editadas em matéria da sua competência específica (art. 48 da CF/1988).

Revela-se, ademais, uma grave contradição axiológica no âmbito da Constituição Financeira. O poder monetário, da mesma forma que o poder de tributar (art. 48, I, da CF/1988), é uma manifestação essencial da soberania estatal e um aspecto fundamental da Constituição Financeira, estando inserido dentre as principais competências originárias do Poder Legislativo (art. 48, XIII e XIV, da CF/1988).

O exercício do poder de tributar, constitucionalmente reservado ao Poder Legislativo (arts. 48, I, e 150, I, da CF/1988), no entanto, está sujeito a requisitos rigorosos de densidade normativa mínima para as leis que instituem ou majoram tributos (art. 97 do CTN). Em matéria tributária, é vedada a delegação em branco ou abdicatória por parte do Parlamento em favor do Poder Executivo, justamente em razão da estrita proteção conferida pela Constituição aos direitos fundamentais de índole patrimonial (art. 5º, XXII, da CF/1988).

Nas poucas hipóteses em que, historicamente, a Constituição admite o exercício do poder de tributar diretamente pelo Poder Executivo mediante atos infralegais, a exemplo da tributação das operações financeiras por meio do IOF (art. 153, V e § 1º, CF/1988), esta competência está sempre sujeita a parâmetros mínimos e limites objetivos previamente estabelecidos em lei,¹⁰⁵ diferentemente do que atualmente se verifica na delegação promovida pelo Poder Legislativo ao Executivo para a definição das metas de inflação (art. 2º da LC 179/2021).

O regime de metas de inflação, no atual sistema monetário, constitui a principal âncora e garantia de estabilidade do valor da moeda fiduciária. Historicamente, o poder monetário, quando utilizado

¹⁰³ “Art. 48. Cabe ao Congresso Nacional, com a sanção do Presidente da República, não exigida esta para o especificado nos arts. 49, 51 e 52, dispor sobre todas as matérias de competência da União, especialmente sobre: [...] XIII – matéria financeira, cambial e monetária, instituições financeiras e suas operações; XIV – moeda, seus limites de emissão, e montante da dívida mobiliária federal”.

¹⁰⁴ Assim estabelece o art. 2º da Lei Complementar 179/2021: “Art. 2º As metas de política monetária serão estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, competindo privativamente ao Banco Central do Brasil conduzir a política monetária necessária para cumprimento das metas estabelecidas”.

¹⁰⁵ Ver: STF, Medida Cautelar na ADC 96, Dec. Monocrática, Min. Alexandre de Moraes, proferida em 16/7/2025, publicada em 17/7/2025 (“O SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL, na linha dos precedentes mencionados, afirma a prevalência do princípio da legalidade tributária e da *competência legislativa para definir os principais elementos da incidência tributária*, mesmo nas hipóteses em que se admite algum nível de delegação normativa para o Poder Executivo” [grifou-se]).

de modo desenfreado pelo Poder Público, sempre produziu inflação, algo que, economicamente, também é frequentemente associado a uma espécie de tributo disfarçado, o denominado “imposto inflacionário”. Este, além disso, é um tributo regressivo, por incidir mais pesadamente sobre os mais pobres, ou seja, pessoas com menos alternativas para proteger a sua renda e o seu patrimônio da desvalorização monetária.¹⁰⁶

Sendo o regime de metas de inflação um mecanismo tão sensível para a proteção dos direitos fundamentais de índole patrimonial, principalmente dos indivíduos hipossuficientes, mais vulneráveis ao processo inflacionário, considera-se que, sob o ponto de vista axiológico, a Constituição deveria submeter as leis monetárias que dispõem sobre o regime de metas de inflação à exigência de um nível de densidade normativa mínimo semelhante àquele atualmente aplicável como limitação constitucional ao exercício do poder de tributar. É dizer, na disciplina do regime de metas de inflação, a Constituição deveria vedar a delegação abdicatória, ou seja, a delegação por parte do Parlamento em favor do Poder Executivo sem a fixação de parâmetros mínimos ou limites objetivos. O preenchimento dessa lacuna axiológica é um aspecto digno de reforma constitucional, inclusive como forma de aprimoramento do atual nível de proteção aos direitos fundamentais associados à garantia do valor da moeda.

Seja como for, o fato é que, enquanto subsistir tal lacuna constitucional, a delegação abdicatória no âmbito do atual regime de metas de inflação, por meio da qual o Poder Legislativo transfere parcela substancial dos seus poderes monetários ao Executivo, sem a fixação de parâmetros mínimos ou limites objetivos, deve ser considerada constitucionalmente válida.

Bem-vistas as coisas, no entanto, essa delegação normativa, mesmo enquanto válida e efetuada com o simples intuito de promover uma suposta despolitização das decisões de política monetária sobre as metas de inflação, acaba por se revelar também uma medida de despolitização nociva e fictícia.

Nociva porque, por meio desta, o Poder Legislativo simplesmente abdica do poder de participar de uma das decisões mais importantes para a definição dos rumos da economia do país, a fixação da meta de inflação. Por vezes, tal abdicação pode se inserir em uma estratégia deliberada do Legislativo de se imunizar contra qualquer crítica, prestação de contas ou responsabilidade perante a população pela tomada de decisões monetárias mais difíceis, a exemplo de uma política contracionista, assim como por eventuais expectativas frustradas ou resultados negativos, em termos de inflação, emprego ou crescimento econômico.¹⁰⁷ Seja qual for o objetivo real do Parlamento na delegação abdicatória, desde a despolitização pura e simples até a mera isenção de responsabilidade política sobre as decisões de política monetária, o fato é que, sob a perspectiva da democracia, o Poder Legislativo perde em grande parte a sua capacidade de participar da conformação da política macroeconômica do país.¹⁰⁸

Com a erosão de parcela significativa da competência do Poder Legislativo sobre as decisões de política monetária, o poder dos eleitores de recompensar ou punir nas urnas as decisões equivocadas do Parlamento sobre metas de inflação também fica parcialmente desmobilizado, restando exercitável somente em face do Chefe do Poder Executivo, pela virtual ascendência que este ainda exerce sobre o CMN, e sobretudo porque, em um regime presidencialista, o Presidente é

¹⁰⁶ FRIEDMAN, Milton. Government Revenue from Inflation. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 79, n. 4, p. 846-856, 1971.

¹⁰⁷ DOWNEY, op. cit., 2024, p. 36 e 98-99 (“legislature uses vague legislation – like the Federal Reserve Act – to delegate difficult decisions and trade-offs to administrative agencies. [...] Through process of depolitization, politicians insulate their choices, immunizing them from responsibility, accountability and critique”).

¹⁰⁸ DOWNEY, op. cit., 2024, p. 26 (“from the perspective of democracy is that under such regime [central bank dominance], the legislature is not free to shape the real economy”).

sempre considerado politicamente responsável perante o eleitorado pelo desempenho da economia, independentemente do grau de controle que efetivamente exerça sobre a política monetária.¹⁰⁹

A despolitização excessiva das decisões de política monetária é também nociva por produzir como efeito colateral o esvaziamento da política e o fortalecimento da antipolítica entre os eleitores, isto é, a descrença dos cidadãos quanto às reais possibilidades de mudança através do processo eleitoral e um desencantamento em relação à própria democracia.

Os fenômenos da despolitização excessiva e da antipolítica estão associados e têm sido apontados por cientistas políticos como um dos fatores que têm contribuído, no Brasil e no mundo, para o aprofundamento da crise das democracias ocidentais e a ascensão dos chamados discursos “antissistema”, ou seja, candidatos e partidos políticos extremistas que, em verdade, conspiram contra a ordem democrática.¹¹⁰

A atual delegação de poderes ao CMN é também uma despolitização apenas fictícia, porque sequer teve o condão de, mesmo no âmbito da Administração Pública, efetivamente “despolitizar” as decisões sobre metas de inflação.

O CMN, embora seja um órgão técnico, não é juridicamente independente do Chefe do Poder Executivo: dois dos seus três integrantes com direito de voto são ministros de Estado, nomeados e demissíveis *ad nutum* pelo Presidente da República. Essa delegação, portanto, não resultou em uma blindagem tecnocrática, mas tão somente em uma concentração de poderes no Executivo para definição das metas de inflação, às custas do desempoderamento do Parlamento.

O fato de o CMN ser um órgão estruturalmente controlado pelo Poder Executivo abre margem para potencial conflito entre o mandato do CMN e eventuais interesses de curto prazo do Presidente da República na fixação da meta de inflação, especialmente em períodos próximos às eleições ou outras circunstâncias específicas. A atual previsão do art. 2º, § 2º, do Decreto 12.079/2024, a qual impõe a anterioridade de trinta e seis meses para a aplicação de nova meta de inflação em caso de alteração pelo CMN, deve ser vista como uma barreira meramente virtual, já que pode ser afastada a qualquer tempo por simples decisão do Chefe do Poder Executivo. Ainda que não haja histórico recente no Brasil,¹¹¹ essa possibilidade de interferência direta do Poder Executivo é real e poderia comprometer gravemente a credibilidade e previsibilidade da política monetária.

Adicionalmente, a ausência de aprovação do atual arcabouço jurídico do regime de metas de inflação por meio de uma lei em sentido formal também enseja, sob a perspectiva jurídico-formal, uma contradição lógica e uma antinomia jurídica ainda não devidamente solucionada entre a Lei Complementar 179/2021 e o Decreto 12.079/2024.

Isso porque, mesmo sem adentrar no mérito da validade jurídica ou da conveniência político-administrativa da autonomia operacional conferida ao Banco Central pela Lei Complementar 179/2021¹¹², fato é que o art. 6º desta lei definiu expressamente o Banco Central como uma autarquia de natureza especial, sem qualquer vinculação ou subordinação hierárquica ao Poder Executivo.

109 STIGLITZ, *op. cit.*, 1998, p. 200: “[t]he President is held accountable for how the economy performs – whether or not he has much control”.

110 VAN 'T KLOOSTER, Jens. *op. cit.*, 2025, p. 629 (“By ceding power over money, politicians lose a tool to improve the lives of their constituents. Political scientists worry that the broader process of depoliticization, in particular with regard to economic policy, hollows out democratic politics, which in turn drives political disengagement and benefits the far right”). Sobre a relação entre despolitização (delegação de temas a gestão tecnocrática) e antipolítica (desilusão dos eleitores com a democracia e indiferença ao processo político), ver: HAY, Colin. *Why We Hate Politics*. Cambridge: Polity Press, 2007.

111 No exterior, o caso recente mais notório foi o da Turquia. Conforme relata Robert Buckle, após a crise financeira global, o governo de coalizão liderado por Erdoğan intensificou pressões sobre o Banco Central da Turquia para reduzir as taxas de juros, em um contexto de deterioração econômica e erosão institucional. As reiteradas intervenções políticas influenciaram de forma significativa a condução da política monetária, culminando em inflação anual de 85,5% em outubro de 2022 e forte desvalorização da lira. O caso turco evidenciou a vulnerabilidade da política monetária à captura política quando desprovida de arcabouço institucional protetivo. Ver: BUCKLE, *op. cit.*, 2023, p. 13; e DEMİRALP, Selva; DEMİRALP, Selin. *Erosion of central bank independence in Turkey*. *Turkish Studies*, v. 20, n. 1, p. 49-68, 2019.

112 Por todos, ver BERCOVICI, Gilberto; MORAIS, Viviane Alves de. A autonomia do Banco Central e a Constituição. In: FACHIN, Luiz Edson; BARROSO, Luís Roberto; CRUZ, Álvaro Ricardo de Souza (Orgs.). *A Constituição da Democracia em seus 35 Anos*. Belo Horizonte: Fórum, 2023, p. 399-416.

Por outro lado, o atual arcabouço de metas de inflação, instituído pelo Decreto 12.079/2024, foi estabelecido pelo Chefe do Executivo com fundamento no seu poder regulamentar-hierárquico (art. 84, IV, da CF/1988), o qual se destina a orientar os órgãos e entidades da Administração Federal na execução das leis de sua competência.

Isso evidencia um grave conflito normativo.

É incompatível com a autonomia estabelecida pelo art. 6º da Lei Complementar 179/2021 sujeitar o Banco Central ao cumprimento de um regime de metas de inflação cuja disciplina, em quase todos os seus pormenores, foi estabelecida por simples decreto executivo (Decreto 12.079/2024), e não propriamente por um ato do Poder Legislativo. O art. 6º da Lei Complementar 179/2021, o qual assegura a autonomia operacional do Banco Central, como ato normativo primário, goza de inegável superioridade hierárquica frente ao Decreto 12.079/2024.

Segue-se daí que, a despeito da recente substituição do Decreto 3.088/1999 pelo Decreto 12.079/2024, a exigência de aprovação do regime de metas de inflação por uma lei em sentido formal continua sendo hoje, assim como antes nos períodos iniciais do Plano Real, uma exigência urgente e inafastável imposta pela Constituição Monetária, ora integrada pela Lei Complementar 179/2021.

8 Suprindo o déficit democrático: inserção do Poder Legislativo no processo de definição das metas de inflação

A fim de solucionar o conflito normativo entre o Decreto 12.079/2024 e a Lei Complementar 179/2021, reduzir a concentração de poderes no Executivo e suprir o déficit de pluralismo político na deliberação sobre metas de inflação, não se considera conveniente, quanto menos adequado, retornar à lógica do antigo CMN multitudinário, baseado em modelo de representação corporativista, anterior à MP 542/1994.

O antigo CMN se revelou na prática pouco efetivo na promoção da estabilidade de preços¹¹³ por ser composto por uma estrutura de representação que era tanto politicamente artificial, quanto pragmaticamente parcial.

Politicamente artificial porque a sua composição não espelhava de forma fidedigna a efetiva representatividade política das diversas classes e grupos no interior da sociedade brasileira, mas apenas de determinados segmentos ou interesses corporativistas, por vezes em detrimento de outros tão ou até mais legítimos, que ficavam dessa forma excluídos de maneira injustificada.

Esse arranjo era também pragmaticamente parcial porque, dado o modelo de escolha dos seus representantes, cada membro no antigo CMN tinha incentivos para perseguir exclusivamente os interesses políticos da sua classe ou grupo nas decisões de política monetária, sem a necessidade de oferecer razões públicas ou buscar uma melhor composição com os interesses da sociedade civil como um todo.

Por essas razões, restabelecer o CMN nos moldes anteriores não resultaria em maior pluralismo político, mas apenas em votações previsíveis e decisões enviesadas pelos interesses majoritariamente reconhecidos na composição estrutural do órgão, com potencial prejuízo para a credibilidade e efetividade da política monetária.

De fato, se o objetivo é resgatar o verdadeiro pluralismo político, a arena mais adequada é o Parlamento que, a despeito dos seus próprios vícios, é o único órgão que congrega a representação

113 No mesmo sentido, ver: FRANCO, Gustavo H. B., *op. cit.*, 2017, p. 621, 625 e 631.

proporcional de todas as classes sociais e grupos de interesse, e, principalmente, se renova periodicamente por meio de eleições democráticas.

No intuito de alcançar esse objetivo, seria recomendável aprovar, por meio de lei complementar, em atenção ao art. 192 da CF/1988, um novo arcabouço jurídico-formal para o regime de metas de inflação, atribuindo ao Poder Legislativo a competência final para definição das metas de inflação a cada ano, no âmbito de um devido processo legislativo, integrado ao rito anual de aprovação da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO).

De modo a ancorar as expectativas, seria razoável que a mesma lei complementar estabelecesse parâmetros mínimos para balizar a decisão do Poder Legislativo sobre a definição da meta de inflação a cada ano.

Nesse sentido, a lei poderia prever um intervalo mínimo e máximo dentro do qual o Poder Legislativo poderia definir a meta de inflação, assim como os respectivos intervalos de tolerância e o índice de preços a ser adotado para monitorar o seu cumprimento pelo Banco Central.

Essa lei poderia estabelecer também uma regra de anterioridade, condicionando a aplicação da nova decisão que altera a meta de inflação a uma antecedência mínima de pelo menos um ano, salvo situações de evidente excepcionalidade.

A fim de garantir o embasamento técnico, a proposta inicial de meta de inflação deveria ser inicialmente proposta no âmbito do CMN pelo Presidente do Banco Central, instruída por relatório técnico com análise de diferentes cenários e alternativas. Posteriormente, a proposta deveria ser debatida em audiências públicas no CMN, sempre que possível com transmissão ao vivo, e com a possibilidade de participação de especialistas, representantes da sociedade civil organizada.

Estes especialistas, representantes da sociedade civil organizada, ao participar das audiências públicas no CMN, como regra, para admissibilidade de suas contribuições, deveriam buscar enriquecer o debate por meio da apresentação de proposições, críticas e argumentos baseados em razões públicas, isto é, razões fundamentadas em evidências empíricas, técnicas ou científicas, e que fossem, a princípio, verificáveis e potencialmente aceitáveis por todas as partes envolvidas, sobre as quais os efeitos das decisões de política monetária tendem a repercutir. Ao fazê-lo, estes especialistas, convidados ou simplesmente admitidos no debate, estariam contribuindo para a realização do melhor interesse da sociedade como um todo, e não para seus interesses individuais ou de classe.¹¹⁴

Ao final, a proposta deveria ser submetida à aprovação dos demais integrantes do CMN, atualmente os Ministros da Fazenda e do Planejamento, ficando, contudo, o Presidente do Banco Central sem direito a voto, exceto em caso de necessidade de desempate.

Após a sua aprovação pelo CMN, a proposta de meta de inflação deveria ser encaminhada pelo Chefe do Poder Executivo ao Congresso Nacional, no mês de abril de cada ano, como parte do processo legislativo de elaboração e aprovação da LDO, em sincronia temporal com o procedimento legislativo atualmente já estabelecido para definição das Metas Fiscais (art. 4º, §§ 1º e 2º, da LRF).

No âmbito do processo de aprovação da LDO, o Poder Legislativo poderia divergir da proposta de meta de inflação elaborada no âmbito do CMN, podendo requerer a sua reformulação pelo próprio órgão ou, ainda, aprová-la com modificações, dentro do intervalo mínimo e máximo pré-fixado pela lei complementar. A LDO passaria assim a prever, a cada ano, a meta de inflação válida para o exercício financeiro a que se referir e para os três anos seguintes, em paralelismo com o art. 4º, §§ 4º e 5º, da LRF.

¹¹⁴ Ver: ROSE-ACKERMAN, *op. cit.*, p. 259. Sobre o conceito de razões públicas, ver ainda: LARMORE, Charles. *Public Reason*. In: *The Cambridge companion to Rawls*. FREEMAN, Samuel (ed.). Cambridge: Cambridge University Press, 2003, p. 368-393.

A lei complementar poderia prever ademais que, em caso de não aprovação da proposta de meta de inflação pelo Poder Legislativo, ficaria mantida em vigor a meta de inflação anterior até que nova meta fosse aprovada, a fim de evitar que houvesse descontinuidade na execução do regime de metas de inflação pelo Banco Central.

A atribuição da decisão final quanto à definição da meta de inflação ao Poder Legislativo representaria, em última instância, o reconhecimento da importância de se estabelecer um consenso democrático sobre um elemento central da política econômica que é a meta de inflação, refletindo uma ponderação política (*trade-off*) entre os diversos bens jurídico-econômicos potencialmente conflitantes em diferentes horizontes temporais: uma maior ou menor taxa de inflação *versus* um maior ou menor nível de crescimento econômico e emprego em cada período de referência.

Esse modelo ainda preservaria a autonomia operacional do Banco Central na execução da política monetária, especialmente no que se refere à escolha entre diferentes abordagens, instrumentos e momentos de agir, sem prejuízo da sua vinculação jurídica à persecução da meta de inflação democraticamente definida pelo Parlamento.

Essa segregação de funções entre Parlamento e Banco Central, em última análise, tenderia a contribuir também para uma maior proteção e preservação da reputação institucional do Banco Central. Isso porque, em tal arranjo, o papel da autoridade monetária limitar-se-ia a cumprir a meta de inflação publicamente debatida e democraticamente definida pelo Poder Legislativo, que, a partir daí, também se tornaria protagonista da política monetária e passaria a suportar um maior nível de exigência e responsabilidade perante a opinião pública.

Essa solução, por fim, mostra-se superior às propostas mais recentes de estabelecimento de duplo mandato para o Banco Central, a exemplo da estabilidade de preços combinada com o nível máximo sustentável de empregos. Isso porque, bem-vistas as coisas, a meta de inflação definida pelo Parlamento já cumprirá a função de sinalizar, por meio de um índice objetivo e mensurável, o resultado da ponderação política entre aqueles bens jurídico-econômicos potencialmente conflitantes em cada período.

A definição da meta de inflação pelo Parlamento, mediante processo transparente e discursivo, sem prejuízo da segregação de funções e da preservação da autonomia operacional do Banco Central, resulta assim em um arcabouço mais objetivo, previsível e efetivo para a elaboração, execução e o controle da política monetária, do que uma simples previsão em lei, genérica, subjetiva e potencialmente ilusória, de um duplo mandato para a autoridade monetária.

Com a aprovação da meta de inflação pelo Poder Legislativo, seriam os representantes eleitos pela sociedade a manifestar diretamente a sua preferência política em termos de futuras taxas de inflação, com repercussões também sobre a taxa básica de juros, o nível de investimentos, a criação de empregos, o crescimento econômico, a administração da dívida pública e a desigualdade social.

Deslocando-se para o Parlamento a arena política desse conflito distributivo, os frequentes embates entre o Chefe do Poder Executivo e o Presidente do Banco Central sobre os potenciais acertos ou desacertos da política monetária também perderiam o sentido, assim como as eventuais desconfianças sobre uma suposta captura ou influência desproporcional dos participantes do mercado financeiro sobre as decisões da autoridade monetária.

Essas medidas, no seu conjunto, legitimariam e tornariam mais transparente e democrático o regime de metas de inflação, afastando as principais críticas sobre possíveis excessos das quais tem sido alvo, além de proteger e preservar, em última análise, a própria reputação institucional do Banco Central.

Conclusão

A principal proposta deste artigo aponta a necessidade de edição de uma lei em sentido formal, de natureza complementar, dotada de parâmetros mínimos e limites objetivos, a fim de que o regime de metas de inflação seja validamente instituído e operacionalizado, em consonância com os princípios do pluralismo político (art. 1º, V, da CF/1988), da separação de poderes (art. 2º da CF/1988) e da autonomia do BC (LC 179/2021), este último também já disciplinado por meio de uma lei complementar.

Nesse contexto, este artigo também propõe a revisão do próprio conteúdo do arcabouço normativo em vigor (Decreto 12.079/2024), de modo a conferir ao Poder Legislativo a competência final para definir as metas de inflação a cada ano, no âmbito de um processo transparente, discursivo e equilibrado, inclusive com a participação de especialistas, representantes da sociedade civil organizada. A proposta visa, com isso, fortalecer o pluralismo político e a legitimidade democrática, assim como preservar, e melhor proteger, a própria reputação institucional do Banco Central.

Esta proposta de reforma do atual arcabouço não implica renúncia ao objetivo da estabilidade de preços, mas sim sua inserção em um modelo institucional mais equilibrado, que supera o déficit democrático e promove a sua compatibilização com os demais objetivos constitucionais do desenvolvimento, pleno emprego, combate à desigualdade social e sustentabilidade da dívida pública.

A reconstrução do regime de metas de inflação sob essas bases jurídico-institucionais representa condição necessária para sua efetiva legitimidade e funcionalidade, no contexto democrático estabelecido pela Constituição de 1988.

Referências

ADOLPH, Christopher. **Bankers, Bureaucrats, and Central Bank Politics: The Myth of Neutrality**. Cambridge: Cambridge University Press, 2013.

ALEXY, Robert. **Teoria da Argumentação Jurídica: a teoria do discurso racional como teoria da fundamentação jurídica**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

ALEXY, Robert. **Teoria dos direitos fundamentais**. 3. ed. São Paulo: Juspodium, 2024.

ARAÚJO, Aloísio; COSTA, Vítor; LINS, Paulo; SANTOS, Rafael; DE VALK, Serge. **Inflation Targeting under Fiscal Fragility**. American Economic Journal: Macroeconomics, forthcoming. Disponível em: <https://www.aeaweb.org/articles?from=f&id=10.1257/mac.20230291>.

ÁVILA, Humberto. **Teoria dos Princípios: da definição à aplicação dos princípios jurídicos**. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2004.

BARCELLOS, Ana Paula de. **A Eficácia Jurídica dos Princípios Constitucionais: o Princípio da Dignidade da Pessoa Humana**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

BERCOVICI, Gilberto; MORAIS, Viviane Alves de. A autonomia do Banco Central e a Constituição. In: FACHIN, Luiz Edson; BARROSO, Luís Roberto; CRUZ, Álvaro Ricardo de Souza (Orgs.). **A Constituição da Democracia em seus 35 Anos**. Belo Horizonte: Fórum, 2023.

- BERNANKE, Ben S. *et al.* **Inflation Targeting**: lessons from the International Experience. Princeton: Princeton University, 1999.
- BESSENT, Scott. **The Fed's New "Gain-of-Function" Monetary Policy**. The International Economy, set. 2025. Disponível em: https://www.international-economy.com/TIE_Sp25_Bessent.pdf.
- BINDER, Sarah; SPINDEL, Mark. **The Myth of Independence**: How Congress Governs the Federal Reserve. Princeton: Princeton University Press, 2017.
- BLANCHARD, Olivier. **What Caused the US Pandemic-Era Inflation?** *American Economic Journal: Macroeconomics*, Nashville, v. 17, n. 3, p. 1-35, 2025.
- BERNANKE, Ben S. **21st Century Monetary Policy: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19**. Nova York: W. W. Norton & Company, 2022.
- BLINDER, Alan S. **Central Banking in Theory and Practice**. Cambridge, MA: MIT Press, 1998.
- BLINDER, Alan S. **The Quiet Revolution**: Central Banking Goes Modern. New Haven: Yale University, 2004.
- BLINDER, Alan S. **A Monetary and Fiscal History of the United States, 1961-2021**. Princeton, Nova Jersey: Princeton University Press, 2022.
- BRASIL. BCB. Metas para a inflação. Brasília: Banco Central do Brasil, [s.d.].
- BRENNAN, Geoffrey; BUCHANAN, James M. **Monopoly in Money and Inflation**: The case for a Constitution to discipline government. Sussex: The Institute of Economic Affairs, 1981.
- BUCHANAN, James M. **Predictability**: the criterion of monetary constitutions. In: YEAGER, Leland B. (ed.). *In Search of a Monetary Constitution*. Cambridge: Harvard University Press, 1962.
- BUCKLE, Robert A. Distinguished Fellow Lecture: Monetary Policy and the Benefits and Limits of Central Bank Independence. **New Zealand Economic Papers**, v. 57, n. 3, p. 263-289, set. 2023. Disponível em: <https://www.rbnz.govt.nz/hub/-/media/project/sites/rbnz/files/publications/speeches/2023/bob-buckle-nzae-speech-final-21-june.pdf>.
- CARPENTER, Daniel. **Reputation and Power**: organizational image and pharmaceutical regulation at the FDA. Princeton: Princeton University Press, 2010.
- CHEVALLIER, Jacques. Le mythe de la transparence administrative. In: **Information et transparence administratives**. Paris: PUF, 1988, p. 239-275.
- CULLEN, Jay. **Central Banks and Climate Change**: Mission Impossible? *Journal of Financial Regulation*, v. 9, n. 2, p. 174-209, 2023.
- DAROCA, Eva Desdentado. **Los problemas del control judicial de la discrecionalidad técnica**: um estudo crítico de la jurisprudência. Madrid: Civitas, 1997.
- DESAN, Christine. **Making money**: coin, currency and the coming of capitalism. Oxford: Oxford University, 2014.

- DESAN, Christine A. The Constitutional Approach to Money: Monetary Design and the Production of the Modern World. In: BANDELJ, Nina; WHERRY, Frederick F.; ZELIZER, Viviana (eds.). **Money Talks: Explaining How Money Really Works**. Princeton: Princeton University Press, 2017. p. 126.
- DIEGO, Marcelo. **Operação de socorro**. Folha de São Paulo, São Paulo, 3 dez. 1998. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fio3129802.htm>.
- DINOVELLI, Benjamin. **The Federal Reserve's Forgotten Credit Mandate**. *Harvard Law Review*, Cambridge, v. 138, n. 7, p. 1887-1910, 2025.
- DOMBRET, Andreas; KENADJIAN, Patrick S. (eds.). **Green Banking and Green Central Banking**. Berlin; Boston: De Gruyter, 2021.
- DOWNEY, Leah. **Our Money: Monetary Policy as if Democracy Matters**. Princeton: Princeton University, 2024.
- EDWARDS, Sebastián. **American Default: The Untold Story of FDR, the Supreme Court, and the Battle over Gold**. Princeton: Princeton University Press, 2018.
- EUA. Fed. The Treasury-Fed Accord. *Federal Reserve History*, Washington, D.C., 22 de nov. de 2013.
- FRANCO, Gustavo H. B. **A moeda e a lei: uma história monetária brasileira, 1933-2013**. Rio de Janeiro: Zahar, 2017.
- FRIEDMAN, Milton. **A Program for Monetary Stability**. Nova York: Fordham University, 1960.
- FRIEDMAN, Milton. Government Revenue from Inflation. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 79, n. 4, p. 846-856, 1971.
- GARBADE, Kenneth D. **After the Accord: A History of Federal Reserve Open Market Operations, the US Government Securities Market, and Treasury Debt Management from 1951 to 1979**. Cambridge: Cambridge University, 2021.
- GOODHART, Charles A. E. The role of macro-prudential policy. In: CONTI-BROWN, Peter; LASTRA, Rosa M. (Orgs.). **Research Handbook on Central Banking**. Cheltenham: Edward Elgar, 2018.
- GRAZIANI, Augusto. **The Monetary Theory of Production**. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.
- HALDANE, Andrew G. Central bank psychology. In: CONTI-BROWN, Peter; LASTRA, Rosa M. (orgs.). **Research Handbook on Central Banking**. Cheltenham; Northampton, MA: Edward Elgar Publishing, 2018, p. 365-379.
- HAMMOND, Gill. **State of the Art of Inflation Targeting**. London: Bank of England, Centre for Central Banking Studies, CCBS Handbook No. 29, 2012. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/ccbs/resources/state-of-the-art-inflation-targeting>.
- HOCKETT, Robert C.; OMAROVA, Saule T. **The Finance Franchise**. *Cornell Law Review*, vol. 102, n. 5, p. 1143-1221, 2017.

ISSING, Otmar. Green monetary policy? In: DOMBRET, Andreas; KENADJIAN, Patrick S. (eds.). **Green Banking and Green Central Banking**. Berlin; Boston: De Gruyter, 2021, p. 187-188.

KRIPPNER, Greta R. **Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance**. Cambridge: Harvard University, 2012.

KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C. Rules rather than Discretion: the inconsistency of optimal plans. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 85, n. 3, p. 473-491.

LAGARDE, Christine. **Climate change and central banking**. Discurso proferido na conferência Green Banking and Green Central Banking, Frankfurt am Main, 25 de janeiro de 2021. Disponível em: <https://www.bis.org/review/r210127d.pdf>. Acesso em: 20 set. 2025. PAUL, Ron. *End the Fed*. New York: Grand Central Publishing, 2009.

LARMORE, Charles. Public Reason. In: **The Cambridge companion to Rawls**. FREEMAN, Samuel (ed.). Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

LERNER, Abba P. Review of A Program for Monetary Stability, by Milton Friedman. **Journal of the American Statistical Association**, Alexandria, v. 57, n. 297, p. 211-220, mar. 1962.

MACHADO, Vicente da Gama. **Inflação núcleo no Brasil: passado e presente**. Série de Trabalhos para Discussão — Banco Central do Brasil, n. 602, abr. 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/WorkingPaperSeries/WP602v2.pdf>.

MACESICH, George. **Monetary Policy and Politics: rules versus discretion**. Westport: Praeger, 1992.

MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e aplicação do direito**. 22. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

MENDONÇA, H. F. **Metas para inflação e taxa de juros no Brasil: uma análise do efeito dos preços livres e administrados**. Revista de Economia Política, Rio de Janeiro, v. 27, n. 1, p. 111-130, jan./mar. 2007.

MONNET, Éric. **Balance of Power: Central Banks and the Fate of Democracies**. Chicago: University of Chicago Press, 2024.

MOORE, Basil J. **Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money**. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.

NELSON, Edward. From Friedman to Taylor: The Revival of Monetary Policy Rules in the 1990s. **Finance and Economics Discussion Series**, Washington, D.C., n. 2025-023, 2025.

NOVA ZELÂNDIA. The Treasury. **Modernising New Zealand's Monetary Policy Framework: Phase One**. Wellington, 2018.

OCDE. **Constitutions in OECD Countries: a comparative study**. Paris: OECD Publishing, 2022.

OSÓRIO, Fábio Medina. **Os Limites da Discrecionalidade Técnica e as Provas Objetivas nos Concursos Públicos de Ingresso nas Carreiras Jurídicas**. Revista Eletrônica de Direito do Estado (REDE), Salvador: Instituto Brasileiro de Direito Público, n. 22, abril/maio/junho de 2010. Disponível em: <https://www.direitodoestado.com.br/artigo/fabio-medina-osorio/os-limites-da-discrecionalidade-tecnica-e-as-provas-objetivas-nos-concursos-publicos-de-ingresso-nas-carreiras-juridicas>.

PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. O tripé, o trilema e a política macroeconômica. In: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA. **Dossiê da crise IV: a economia brasileira na encruzilhada**. [S.l.]: Associação Keynesiana Brasileira, 2013. p. 10-18.

PETROU, Karen. **Engine of Inequality: The Fed and the Future of Wealth in America**. Hoboken (NJ): Wiley, 2021.

RICKS, Morgan. **Money as Infrastructure**. *Columbia Business Law Review*, v. 2018, n. 3, p. 757-851, 2019.

ROBERTS, Alasdair S. **The Logic of Discipline: Global Capitalism and the Architecture of Government**. Oxford: Oxford University Press, 2010.

ROMAN, Flávio José. **Discrecionalidade técnica na regulação econômica**. São Paulo: Saraiva, 2013.

ROSE-ACKERMAN, Susan. Citizens and technocrats: an essay on trust, public participation, and government legitimacy. In: LINDETH, Peter; EMERSON, Blake (eds.). **Comparative Administrative Law**. 2nd ed. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2017. p. 251-267.

SCHAPIRO, Mario Gomes. **A regulação executiva da moeda: a variedade institucional da regulação monetária brasileira na Nova República**. *Revista de Direito Administrativo*, v. 279, n. 2, p. 141-183, maio/ago. 2020. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rda/article/view/82008>.

SILVA, Nelson da. **Medidas de Núcleo de Inflação para o Brasil baseadas no Método Wavelets?** Brasília: Banco Central do Brasil, Departamento de Estudos e Pesquisas, Série Trabalhos para Discussão, n. 528, jul. 2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/WorkingPaperSeries/wps528.pdf>.

SIMONS, Henry C. Rules versus Authorities in Monetary Policy. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 44, n. 1, p. 1-30, 1936.

STIGLITZ, Joseph E. Central Banking in a Democratic Society. **De Economist**, Nova York, v. 146, n. 2, p. 199-226, 1998.

SUÉCIA. Sveriges Riksbank. **The new Riksbank Act and the monetary policy framework**. Estocolmo, 2023.

SCHWARTZ, Pedro; CASTAÑEDA, Juan Enrique. **Central Banks: From Politically Independent to Market-Dependent Institutions**. *Economic Affairs*, v. 29, n. 3, p. 9-16, set. 2009.

TAIAR, Estevão; PEREIRA, Gabriela. Haddad fala em ruídos e chama de “inimaginável” meta de inflação de 3%. **Valor Econômico**, São Paulo, 23 de mai. de 2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2024/05/23/haddad-fala-em-ruídos-e-chama-de-inimaginavel-meta-de-inflacao-de-3.ghtml>.

TAVLAS, George S. In Old Chicago: Simons, Friedman and the Development of Monetary-Policy Rules. **Journal of Money, Credit and Banking**, Hoboken, v. 47, n. 1, p. 99-121, 2015.

TAYLOR, John B. Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, Amsterdã, v. 39, p. 195-214, 1993.

THIEMANN, Matthias. Macro-prudential Regulation Post-Crisis and the Resilience of Financialization. In: **The Routledge International Handbook of Financialization**. London: Routledge, 2020.

THIEMANN, Matthias. **Taming the Cycles of Finance?** Central Banks and the Macro-prudential Shift in Financial Regulation. Cambridge: Cambridge University Press, 2024.

TUCKER, Paul. **Unelected Power:** The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State. Princeton: Princeton University, 2018.

VAN 'T KLOOSTER, Jens. Central Banks. In: BELLAMY, Richard; KING, Jeff (orgs.). **The Cambridge Handbook of Constitutional Theory**. Cambridge: Cambridge University Press, 2025. p. 622-638.

VIANNA, Maria Lúcia Teixeira Werneck. **A Administração do Milagre:** o Conselho Monetário Nacional – 1964-1974. Petrópolis: Vozes, 1987.

WEIDMANN, Jens. What Role should Central Banks play in Combating Climate Change? In: DOMBRET, Andreas; KENADJIAN, Patrick S. (eds.). **Green Banking and Green Central Banking**. Berlin; Boston: De Gruyter, 2021, p. 159-168.

ZELIZER, Viviana (eds.). **Money Talks:** Explaining How Money Really Works. Princeton: Princeton University Press, 2017. p. 109-130.