

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Política monetária, Regulação e Independência – A realidade após 2008

Yuri Botelho Schiavo dos Santos

1313272

Orientador: Gustavo H. B. Franco

Data: 28/11/2017

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Política monetária, Regulação e Independência – A realidade após 2008

Yuri Botelho Schiavo dos Santos

1313272

Orientador: Gustavo H. B. Franco

Data: 28/11/2017

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri a nenhuma forma de ajuda externa para realizá-lo, exceto quando autorizado pelo professor orientador.

Yuri Botelho Schiavo dos Santos

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor

Agradecimentos

Ao meu professor orientador Gustavo Franco, pelo interesse e pelos valiosos ensinamentos. À minha família, pelo apoio ao longo de todo o curso. Aos meus professores Bernardo Miller e Marcus Tadeu Daniel Ribeiro, pelas riquíssimas lições de Literatura e de História da Arte tão fundamentais para a minha formação.

*Porque é já noite, os bárbaros não vêm
e gente recém-chegada das fronteiras
diz que não há mais bárbaros.*

*Sem bárbaros o que será de nós?
Ah! eles eram uma solução.*

À Espera dos Bárbaros - Konstantinos Kaváfis

Sumário

Introdução

I – Princípios Analíticos - página 9

A – Além dos três poderes;

B – Justificando a independência;

C – O mal da inflação e o consenso pela independência.

II – Os limites da independência após 2008 – OMTs e a decisão da Corte Constitucional Alemã - página 17

A – Raízes históricas;

B – Outright Monetary Transactions e a decisão da Corte Constitucional alemã;

C – Legitimidade e eficiência.

III – Independência das agências regulatórias – Fundamentos e mudanças após 2008 - página 38

A – O paradigma regulatório;

B – Justificativas da independência;

C – A realidade após 2008 – Fatos e perspectivas.

IV – Conclusão - página 54

Referências

Introdução

A realidade da atuação dos Bancos Centrais e das agências reguladoras ao redor do mundo passou por uma profunda mudança ao longo da história recente. Nesse sentido, a realidade institucional e o desenho jurídico que fornecem a essas entidades seu poder de atuação e sua legitimidade devem mudar também. Afinal, conforme comenta Walter Bagehot em sua obra *Lombard Street*, *colocar vinho novo em garrafas velhas só é seguro quando é observada a condição da garrafa e quando a sua estrutura é adaptada cuidadosamente*.¹

Essas mudanças na condução das ações dos Bancos Centrais foram particularmente bruscas ao longo e após o episódio da crise de 2008. De uma dinâmica contínua de evolução e subsequente legitimação jurídica, passou-se por uma quebra estrutural e para um repentino cenário no qual as instituições financeiras tornaram-se protagonistas. A pressão legislativa e popular passou a exercer efeitos novos. Um novo ponto focal foi colocado sobre os banqueiros centrais.

De fato, os burocratas e os observadores da situação pareciam se encontrar em uma posição constrangedoramente ambígua. Por um lado, as autoridades monetárias dos países foram responsabilizadas por não terem previsto e impedido os abusos e excessos que, em última instância, produziram a crise financeira. Por outro, mais do que nunca passou a ser necessário fornecer a essas instituições uma legitimidade e um *poder de império* para atenuar as consequências da crise e, posteriormente, retomar a atividade econômica.

Toda essa turbulenta dinâmica da atuação dos Bancos Centrais no mundo após 2008 mereceu a atenção não só dos economistas, mas também dos juristas e dos políticos. Conforme afirma Marcelo Prates, *o envolvimento político em problemas financeiros agora é mais ativo e direto e, além disso, até o judiciário está se tornando cada vez mais envolvido com a atuação do Banco Central*².

¹ Walter Bagehot, *Lombard Street: A description of the Money Market* (London: Henry S. King, 1873). Third Edition. 05/05/2017. <http://oll.libertyfund.org/titles/128>

² PRATES, Marcelo M. *The Changing Politics of Central Banking: A Legal Perspecti*

Entender o que essas mudanças representam e de que forma a realidade jurídica vai se adaptar a esse novo mundo é um desafio. É, da mesma forma, uma oportunidade de capturar a dinâmica de uma construção institucional enquanto ela ainda evolui. Não se trata aqui de olhar para o passado e tentar explicá-lo. Trata-se, na verdade, de avaliar e de contribuir para um debate que permanece em curso e que – não resta dúvida - terá profundos impactos econômicos e institucionais. Em última análise, debruçar-se sobre essas questões é reconhecer que ainda é preciso construir um consenso sobre as garrafas que guardarão os novos vinhos.

O trabalho pretende trazer essa discussão a partir do estabelecimento de um princípio analítico e da abordagem cuidadosa de dois momentos importantes que se seguiram à crise de 2008. No primeiro capítulo, será introduzido um modelo inspirado pela discussão do jurista Bruce Ackerman. Ele fornece um caso para a inovação jurídica representada no caminho além dos três poderes tradicionais. A legitimidade da independência do Banco Central e das agências reguladoras será investigada nesse contexto.

No segundo capítulo, serão abordadas as limitações ao caso da independência do Banco Central por meio da análise da decisão da Corte Constitucional Alemã em relação ao programa das *Outright Monetary Transactions*. Se antes a independência era percebida como mecanismo legítimo para evitar a inflação, o mundo após 2008 viu surgir políticas de escopo muito maior e com efeitos fiscais importantes. Essa nova realidade trouxe novos desafios jurídicos para a autoridade monetária e o caso em questão é bastante representativo desse novo impasse.

O terceiro capítulo discute a independência das agências reguladoras. São resgatados os seus fundamentos tradicionais e apresentadas as mudanças e novos desafios que surgiram após 2008. O quarto capítulo conclui.

I.

Princípios Analíticos

A – Além dos três poderes

A construção do debate a respeito da legitimação e normatização institucional do Banco Central e também das Agências reguladoras envolve necessariamente a aceitação de novas perguntas juridicamente instigantes. É interessante o passo que o jurista Bruce Ackerman deu nesse sentido, ao tomar posição em uma discussão fundamental: está na hora de irmos além dos três poderes? Nesse caso, ainda que o estudioso não se refira exclusiva e especificamente às questões dos bancos centrais e das agências, a pergunta parece encaixar-se perfeitamente no discurso sobre a necessidade de independência e ação firme da autoridade monetária.

Para a melhor compreensão do argumento, é possível traçar uma interessante – apesar de incompleta - analogia entre os bancos centrais e a justiça eleitoral. No Brasil, é reconhecida e normatizada a necessidade de o Tribunal Superior Eleitoral possuir um forte senso de independência em relação aos poderes eleitos. De modo ainda mais peculiar, possuímos no país a emblemática instância do Ministério Público. Esse último reconhecidamente possui uma independência investigativa ampla que faz desse polêmico órgão uma estrutura institucional bastante ambígua³. Nesse cenário, apesar de essas estruturas existirem com uma grande liberdade de ação e agirem com um relativo poder de império, persiste a ausência de reconhecimento *de jure* de qualquer outro poder além do tradicional tríptico de Montesquieu.

Para Bruce Ackerman, está na hora de o Estado contemporâneo acordar desse *torpor montesquiano*⁴ e aceitar a nova realidade política que sugere constantemente a necessidade

³ Muito antes de Bruce Ackerman, os juristas pai e filho Alfredo e Haroldo Valladão comentaram a esse respeito: "As funções do Ministério Público, subiram, pois ainda mais, de autoridade em nossos dias. Ele apresenta com a figura de um verdadeiro poder de Estado. Se Montesquieu tivesse escrito hoje o 'Espírito das Leis', por certo não seria tríplice, mas quádrupla, a divisão dos poderes." Conforme consta em: VALLADÃO, Haroldo. *Ministério Público e Justiça Social, Novas Dimensões do Direito*: justiça social, desenvolvimento e integração. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

⁴ACKERMAN, Bruce - *Good-bye Montesquieu* p.17

de uma multiplicidade de poderes. De fato, se Montesquieu foi inovador o suficiente para permitir uma guinada funcionalista no que diz respeito às funções governamentais, é possível que caiba aos legisladores hodiernos uma segunda guinada. Esse novo avanço deve ser um que permita uma ampliação do pragmatismo necessário aos desafios sensivelmente mais complexos que se apresentam diante dos governos atuais.

Entretanto, como seria possível legitimar a necessidade da criação de estruturas não tradicionais de poder dentro de um governo que se pretende democrático? No caso da Justiça Eleitoral, a primeira resposta parece evidente: legisladores podem invocar a própria *Democracia* como o valor justificador da independência institucional. Afinal, existe um perigo bastante evidente de que políticos se sirvam de certas prerrogativas em seu próprio benefício. Há, por exemplo, um incentivo óbvio para manipulação do processo eleitoral. Mais do que isso, faz sentido que um órgão separado do judiciário comum organize eleições para evitar que as irregularidades sejam percebidas e possivelmente reparadas apenas *a posteriori*.

É fácil, portanto, compreender a justificação da independência da justiça eleitoral. No mesmo sentido, surge a questão fundamental a respeito da possibilidade de ação cada vez mais contundente e possivelmente livre da autoridade monetária. Aqui, faz-se necessário trazer para dentro da discussão o legítimo argumento utilitário de maximização do bem-estar social. Assim, a tese argumentativa mais discutida leva em conta a concessão de poder ao Banco Central como forma de proteger a oferta monetária das manipulações políticas imediatistas. Trata-se, fundamentalmente, de atacar institucionalmente o conhecido problema de inconsistência temporal. Segundo Kydland e Prescott (1977)⁵, *um banco central com alto grau de discricionariedade na condução da política monetária encontrar-se-ia sob constante pressão política. Mas, como a economia não pode exceder seu produto ou taxa de desemprego natural, essa política resultaria finalmente em inflação alta de longo prazo.*

Por isso Rogoff⁶, por exemplo, propõe que, no limite, o Estado deve delegar a política monetária a alguém altamente avesso à inflação e isolar esse grupo ou indivíduo do resto do governo. Ou ainda Walsh⁷, que argumenta na linha de contratos baseados em performance e

⁵ Também citado em CROWE, MEADE, *The Evolution of Central Bank Governance Around The World*.

⁶ ROGOFF, Kenneth - *The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target*.

⁷ WALSH, Carl E. - *Optimal Contracts for Central Bankers*.

monitoramento passíveis de fornecer incentivos mais fortes aos banqueiros centrais para evitar a inflação a qualquer custo.

Entretanto, antes de se voltar mais a fundo para a literatura econômica, é preciso um olhar mais atento e uma definição mais clara da necessidade pela independência. É preciso conceber um modelo que, em última análise, conclua se legítima ou não uma originalidade institucional dedicada aos bancos centrais e apresente sob quais condições isso deve ocorrer. Um modelo também que permita levantar os questionamentos corretos sobre a realidade dessas instituições após o episódio da crise financeira global de 2008.

B – Justificando a independência

A discussão apresentada nessa monografia relaciona independência e atuação na prática dos Bancos Centrais e também das Agências Reguladoras. Inspirado na discussão proposta por Ackerman⁸, é possível lançar a ideia de um modelo que justifique um grau de originalidade institucional em certos ramos governamentais. Em particular, o que se deseja alcançar ao longo desse texto é uma orientação estrita desse modelo a fim de obter resultados produtivos sobre a realidade dos bancos centrais.

Esse princípio analítico levará em conta a seguinte premissa: centros-de-poder com certo grau de independência e originalidade podem fazer sentido, mas envolvem necessariamente uma conduta cautelosa. Dessa afirmação simples decorre a primeira parte do modelo, isto é, a identificação de *um valor governamental fundamental*. Nesse sentido, faz-se necessário apresentar um conjunto de argumentos bem fundamentados que identifiquem na atuação-em-si do banco central algum elemento de relevância comprovada. É preciso especificar e defender com eloquência o princípio vital que se deseja a todo custo proteger. Afinal, o que justifica a novidade jurídica?

Após termos questionado e possivelmente resolvido o problema de identificação, passamos a segunda parte de nossa análise: argumentar as razões pelas quais *torna-se essencial*

⁸ ACKERMAN, Bruce – *The New Separation of Powers* – HARVARD LAW REVIEW.

proteger o banco central dos outros poderes. Aqui, é preciso apresentar os contextos em que os incentivos políticos regulares são particularmente perniciosos. Para isso, deve-se possuir uma noção clara do funcionamento da autoridade monetária além de uma visão crítica da história de sua atuação em diferentes momentos e locais. Assim, chega-se ao melhor ponto de vista teórico que justifica a necessidade de evitar a atuação de forças externas dentro de um banco central. Aqui também é o momento em que se torna possível argumentar sobre a atuação firme do Banco Central em determinadas situações econômicas particulares. Os estudos de caso que serão realizados nesse projeto apresentarão os debates e os impasses entre participantes dentro de uma estrutura governamental.

O terceiro momento do modelo analítico consiste em *sugerir, pesquisar e comparar técnicas institucionais que possivelmente forneçam ao Banco Central um incentivo para trabalhar melhor.* Essa tarefa é possivelmente aquela que trabalha mais fundo na interseção entre as esferas jurídica e econômica. Quando é possível demonstrar a necessidade de isolamento institucional da autoridade monetária, é concomitantemente necessário identificar o melhor regime para que essa última funcione da melhor forma possível. Afinal, que regras do jogo são ao mesmo tempo legítimas e eficientes?

O quarto e último passo consiste na *análise empírica comparada.* Aqui, chama-se a Academia para testar quais desenhos institucionais funcionaram melhor no passado e explicar as causas dos eventuais sucessos e fracassos. Usando a história – o melhor laboratório dos economistas – busca-se entender porque algumas performances são mais satisfatórias do que outras e quais medidas foram produtivas e quais não foram.

Resolver esse modelo de forma satisfatória não é uma tarefa simples. O objetivo dessa monografia não é, de modo algum, esgotá-lo. De fato, o trabalho possui como objetivo contribuir para o debate sobre o papel do Banco Central como órgão imprescindível dentro da lógica governamental. Em particular, busca-se dissertar a respeito da realidade atual: o mundo que viveu a crise financeira de 2008 e ainda convive com seus efeitos de médio prazo. Afinal, no momento em que alguns diziam que os Bancos Centrais deveriam fazer “o que fosse preciso” para salvar a economia, muitos questionaram a sua legitimidade para ir além do escopo tradicional da política monetária. Nesse contexto, as novas regulações e a reação

da corte alemã às políticas não convencionais do Banco Central Europeu são exemplos representativos desse novo e decisivo impasse.

Essas últimas questões, portanto, parecem estar compreendidas entre os passos do modelo analítico aqui proposto. Para entender a legitimidade das ações com impacto fiscal – comuns no mundo pós 2008 – faz-se necessário encontrar-se em terreno sólido no que diz respeito à compreensão e a um consenso mínimo sobre o papel de uma autoridade monetária não eleita em uma possível ação de retomada econômica. Conforme afirmou o orientador desse projeto: (...) *se instituições “fortes” conduzem mais facilmente à prosperidade, aquelas ligadas à moeda passam a encontrar justificativa não apenas na defesa da estabilidade do seu poder de compra, mas também entre os fatores que determinam a riqueza das nações.*⁹ Esse também é o caminho no desejo de compreender a guinada política na regulação financeira após 2008, comentado por Gadinis¹⁰.

C – O mal da inflação e o consenso pela independência

A identificação de um *valor governamental fundamental* pressupõe um conhecimento e uma análise sobre o papel do Estado na realidade da nação e de seus habitantes individualmente. De fato, Ackerman - que inspira o modelo analítico proposto por esse trabalho – parece não avançar muito na compreensão desse valor fundamental que está em jogo. Para ele, no caso dos bancos centrais, *“o valor governamental certamente não é a Democracia. São, em vez disso, teorias econômicas neoliberais que enfatizam a importância de se proteger a oferta monetária (...) e insistem que a ciência econômica oferece aos tecnocratas ferramentas analíticas superiores”*.¹¹

Para Ackerman, portanto, parece não estar claro se existe uma causa essencial a ser defendida. Para ele, o argumento a favor de um desenho institucional original para o Banco Central não pertence propriamente ao discurso do direito público ou da defesa da democracia.

⁹ Gustavo Franco - Cap. 9 - *Balanço e perspectivas do aperfeiçoamento institucional da moeda* p.593

¹⁰ GADINIS, *From Independence to Politics in Financial Regulation*

¹¹ ACKERMAN, Bruce - *Good-bye Montesquieu* – p.12

Empurra-se, de certo modo, a tessitura da realidade monetária para o campo do Utilitarismo. Ao fim, seriam questões de maximização de bem-estar, de teoria econômica observada em sua faceta técnica.

É possível apresentar um argumento alternativo. Ainda que não seja falsa a afirmação de que o exercício da política monetária está vinculado ao caráter legitimamente utilitário do poder estatal, é possível somar a esse uma outra classe de argumentos. Em particular, é possível pensar na prática inflacionista como infração a certos direitos legítimos advindos de um contrato social tácito entre governantes e governados. De modo algum esse argumento consiste em uma originalidade: o caso da justiça alemã - que será tratado mais à frente nesse projeto - reforça esse vínculo de maneira bastante contundente. De fato, até mesmo a legislação brasileira já há algum tempo reconheceu no poder de compra uma forma de direito, apesar de tê-lo feito de forma bastante seletiva. Nesse sentido, apesar de o Decreto 23.501/33 não permitir a prática da correção monetária, a legislação posterior tratou de alterar essa lei. As exceções previstas no Decreto Lei 857/69 já são evidência de que o direito brasileiro reconhecia - de forma seletiva e talvez desastrada - a importância de uma estabilidade da unidade de valor e do poder de compra. Desse modo, é possível compreender a "Ufirização" da economia e a difusão da prática de correção monetária como uma compreensão institucional de um direito.

Portanto, não se trata de uma inovação trazer para o campo dos direitos a necessidade de se evitar um abuso do imposto inflacionário. O que se foi experimentando mais recentemente, na verdade, foi pensar em um Banco Central forte como um garantidor mais eficiente e gerador de menores distorções no que diz respeito à proteção dos indivíduos do mal da inflação. Certamente essa é mentalidade que orienta algumas das sensibilidades jurídicas ao redor do mundo, como será observado em maiores detalhes nas próximas seções.

O exemplo do Brasil é emblemático justamente porque países com níveis históricos de baixa inflação possivelmente não possuem o mesmo entendimento prático da utilização do instrumento inflacionário para fazer taxaço. Assim, retorna-se ao discurso do direito individual quando a inflação é concebida, conforme afirmou Milton Friedman, como uma forma de *taxação sem legislação*. Se - como queria Kelsen - o que confere sentido jurídico aos atos e aos fatos é a norma, não será possível aceitar dentro de um Estado de direito o uso

sistemático de um imposto que não foi estabelecido em letra de lei. O termo *senhoriagem*, nesse caso, já indica o caminho do problema intrínseco ao abuso do poder de controle da moeda.

É possível então que o argumento de proteção à Democracia esteja, finalmente, dentro do leque possível de razões que encontrem no exercício benigno da política monetária um valor fundamental. Aqui, o objetivo não é apresentar esse argumento como único ou mesmo o principal para justificar questões de independência, transparência e boa governança no Banco Central, mas ampliar a discussão desses fatores com a adoção de uma lente contratualista.

É interessante refletir sobre como uma boa governança da autoridade monetária é apenas uma forma contemporânea e razoavelmente consensual de se buscar a estabilidade da moeda. A história nos mostra que a desconfiança do exercício estatal do poder monetário foi uma constante e apareceu de maneiras bem mais intensas. O século XIX, por exemplo, ainda é uma época em que o padrão ouro é visto como uma virtude, como símbolo da civilização. O papel, por sua vez, era veículo do Mal, conforme haviam demonstrado as malfadas experiências de Law e dos *Assignats* revolucionários.¹² Mais à frente, aqueles que propuseram uma Teoria da Justiça na qual o Estado era visto com desconfiança, notadamente Hayek e Nozick¹³, também apresentaram suas próprias maneiras de evitar o poder em excesso advindo do controle da moeda. A obra *The Denationalization of Money* é emblemática no sentido de tentar demonstrar uma maneira possível de evitar esse excesso de poder sobre o indivíduo.

Parece, portanto, que existe uma causa legítima bem fundamentada histórica e juridicamente para que uma determinada sociedade busque arranjos institucionais sofisticados ao tratar de moeda. Além da argumentação utilitária moderna ou simplesmente das *teorias econômicas neoliberais* apontadas por Ackerman, existe um valor amplamente compartilhado sobre a necessidade de estabilidade do poder de compra.

Entretanto, hoje faz-se necessário um aprofundamento na discussão. Ainda que se conclua de maneira contundente que a proteção do poder de compra e a necessidade de estabilidade

¹² Como visto em Gustavo Franco: *Uma longa adolescência – Fases da história monetária brasileira*.

¹³ Em particular no mais emblemático de seus trabalhos: *Anarchy, State and Utopia*.

monetária consistam em valores governamentais fundamentais, restam ainda as questões que surgiram com mais força após 2008. Em particular, resta saber se a retomada da economia ou a proteção da existência de uma moeda após uma crise também consistem em um *valor fundamental* que legitima ações extraordinárias do Banco Central. Fica a pergunta, finalmente, sobre os limites entre política monetária e política econômica e o lugar jurídico concreto que a autoridade monetária deve ocupar.

O que se realizou até agora foi a apresentação de um arcabouço que justifica atuações em prol da estabilidade da moeda. Essa visão já parece incorporada na realidade de uma série de bancos centrais do mundo. O caso da Alemanha, por sua vez, é bastante representativo da maneira como o problema se transformou após a crise de 2008. Por isso, ele servirá como o ponto de partida ideal para a continuidade dessa análise sobre a consistência dos *valores governamentais fundamentais* a serem protegidos.

II.

Os limites da independência após 2008 – OMTs e a decisão da Corte Constitucional Alemã

Pardon me, sir,' he said, rather timidly, in German, 'how much were the apples?' I counted the change and told him 12 marks. He smiled and shook his head. 'I can't pay it. It is too much.' (...) I wish I had offered him some. Twelve marks, on that day, amounted to a little under 2 cents. The old man, whose life's savings were probably, as most of the non-profiteer classes are, invested in German pre-war and war bonds, could not afford a 12 mark expenditure. He is a type of the people whose incomes do not increase with the falling purchasing value of the mark.

*Ernest Hemingway*¹⁴

A – Raízes históricas

A Alemanha e sua Corte Constitucional fornecem a esse trabalho um dos mais contundentes casos inseridos no presente debate a respeito de qual *valor governamental fundamental* está em jogo quando se trata de Banco Central. Por meio desse estudo de caso, pretende-se atingir a ampliação da discussão para além do já antigo problema de estabelecimento da responsabilidade monetária como valor compartilhado entre governantes e governados. Na Alemanha, a decisão pontual de uma corte sobre as chamadas *Outright Monetary Transactions* (OMT) e o entendimento alemão e europeu do que constitui uma *Raison d'État* vão descortinar o caminho da discussão institucional sobre a autoridade monetária.

Em primeiro lugar, faz-se necessário ressaltar a especificidade alemã no que diz respeito à interseção entre sua personalidade jurídica estatal e a esfera econômica. Essa especificidade começa com um olhar histórico. Quando se discute a história do dinheiro e os vínculos entre

¹⁴ Ernest Hemingway in William White, ed., *By-Line: Ernest Hemingway* p.499

a moeda e a lei na Alemanha, em geral os pontos mais comentados tratam do período após a Primeira Guerra Mundial. É verdade que o período entre guerras possuiu um amplo impacto sobre a sociedade civil desse país, como demonstram os riquíssimos relatos de Ernest Hemingway, cujo fragmento serviu de epígrafe a esse capítulo. Entretanto, há ainda um outro momento que merece atenção na busca de compreender a relação desse país com a sua moeda. Trata-se do período após a Segunda Guerra Mundial.

De fato, o olhar para a Alemanha em 1945 era um olhar diante da inexistência de um Estado. Havia, naquele momento, a tarefa de fazer um Estado existir, de legitimar o Estado futuro. Em particular, surgiu naquele momento a tarefa de tornar *aceitável* a existência do Estado alemão. Em 1948, com o país ainda saindo dos escombros da guerra, o notável Ludwig Erhard pronunciou um discurso que sintetizava a matriz da legitimação posterior da Alemanha como personalidade estatal. Disse ele:

“É preciso evitar tanto a anarquia quanto o Estado Cupim. (...) Somente um Estado que estabeleça ao mesmo tempo a liberdade econômica e a responsabilidade pode legitimamente falar em nome do povo”

O discurso fundador do Estado alemão do pós-guerra passou necessariamente pela seguinte ideia: as intervenções estatais deveriam ser limitadas. As fronteiras e os limites da estatização deveriam ser fixados e as relações entre indivíduos e Estado, regulamentadas. As palavras de Erhard distinguem de maneira bem nítida essa opção liberal de outras experiências econômicas realizadas naquele tempo. Nesse sentido, seria possível interpretar de duas maneiras o seu pensamento. A primeira seria a mais trivial: trata simplesmente de dizer que um Estado que comete abusos de poder na ordem econômica viola certos direitos fundamentais e, por isso mesmo, perde seus próprios direitos. Afinal, ainda estupefatos com o niilismo destruidor representado pelo período de governo Nacional-Socialista, era concreto o discurso de que um Estado não pode se exercer legitimamente se viola a liberdade dos indivíduos. Em especial, um governo que viola certos direitos essenciais não é mais representativo de seus cidadãos. Perceba-se que aqui é invocado o direito de representatividade, muito mais que de soberania.

Mas há um sentido possível no discurso de Erhard que é mais global e mais sofisticado.¹⁵ Na verdade, quando o futuro *Bundeskanzler* reconhece na liberdade econômica o valor fundamental que dá direitos de representatividade ao Estado, ele está afirmando: no momento do pós-guerra, não é possível reivindicar para essa Alemanha não reconstituída uma série de direitos históricos. Seus direitos históricos foram cassados; a história mesmo tratou de cassá-los. Não existe legitimidade jurídica na medida em que não há aparelho, não há consenso, não há vontade coletiva. Finalmente, é um país que se encontra naquele dado momento histórico tanto dividido quanto ocupado. É justamente nesse desolador contexto que se fará necessário fundar uma nova moldura institucional que seja em sua natureza mesma apenas uma garantidora de liberdade. Não propriamente uma estrutura com poder jurídico de coerção (o país estava ocupado) e nem com esse fim, mas uma que garanta o livre exercício sob os pontos de vista econômico e político. A instituição de liberdade econômica terá que servir nesse caso como o primeiro trampolim para a formação de uma soberania política. Ao discurso de Erhard é possível adicionar uma significação que estava ali implícita e que só mais tarde foi adquirindo seu valor e seu efeito na história.

É por isso que a atividade econômica na Alemanha não é apenas mais um de seus ramos convencionais de atividades da nação. Dentro da lógica governamental alemã, a economia, o desenvolvimento econômico produz soberania política pelo jogo institucional que faz precisamente funcionar essa economia. Apesar de esse não ser um fenômeno único na história, ele é um que não carece de singularidade. Certamente, essa trajetória não é o caso da França vizinha por exemplo, cuja quinta república é fundada em 1958 por De Gaulle em uma moldura institucional absolutamente distinta. Observa-se, portanto, essa cosmogonia do Estado Alemão na qual a economia passa a ser criadora de Direito Público, uma estrutura que passa a ser produtora de um possível consenso permanente. Aqui, a ruptura da história passa a ser vivida e aceita como ruptura também de memória e uma nova dimensão nasce no seio do Estado alemão. Onde a História tinha dito não ao Estado alemão, a Economia vai possibilitar-lhe afirmar-se.

¹⁵ O filósofo Michel Foucault é um dos observadores atento do nascimento desse ordo-liberalismo alemão. Como visto em *La Naissance de la Biopolitique. Cours au Collège de France (1978-1979)*

Faz-se necessária essa retomada histórica para explicar a gênese do ordo-liberalismo e do “dogma” econômico da corte alemã em Karlsruhe comentado por Wilkinson¹⁶. Segundo esse autor, no que diz respeito à rejeição da corte constitucional alemã ao programa do Banco Central Europeu de compra de títulos soberanos (OMT), há uma disputa entre a ideia alemã de *Reechstaat* contra uma *raison d'état* europeia baseada na sobrevivência do Euro. Isso porque *a Corte Constitucional Alemã também defende sua própria visão substancial de racionalidade política econômica baseada em sua própria visão messiânica de austeridade, complementada por uma fé inquestionável na experiência de seu Bundesbank.*¹⁷

Nesse descompasso entre o Banco Central Europeu e a corte em Karlsruhe temos um momento em que aparece nítida a discussão sobre qual o *valor governamental fundamental* está em jogo quando se trata da autoridade monetária. Mais do que isso, existe uma disputa clara entre duas visões distintas sobre qual é o papel legítimo do Banco Central e quais são seus limites de atuação. Mesmo que haja uma convergência na compreensão do mal da inflação entre as instituições da União Europeia e a justiça alemã, há uma ruptura no consenso no que tange a programas do calibre e dos efeitos das OMTs.

B – Outright Monetary Transactions e a decisão da Corte Constitucional Alemã

Brevemente, o que se denominou *Outright Monetary Transactions* - doravante OMTs – foi a promessa do Banco Central Europeu de comprar títulos de curto prazo de países da zona do Euro dentro do mercado secundário. Ou, conforme colocou o orientador desse projeto: um programa que *na essência, introduzia títulos soberanos dos países com problemas entre os ativos elegíveis para a versão europeia do “afrouxamento quantitativo” conduzido pelo BCE.*¹⁸ Anunciado em 2012 pelo banqueiro central Mario Draghi, o programa não possuía

¹⁶ WILKINSON, Michael A. – *Economic Messianism and Constitutional Power in a German Europe*.

¹⁷ Citação direta a WILKINSON, Michael A. – *Economic Messianism and Constitutional Power in a German Europe*, p. 4.

¹⁸ Gustavo Franco – A Moeda e a Lei - Capítulo 9 – *Balanço e perspectivas do aperfeiçoamento institucional da moeda*.

limite de tamanho e se inseria na lógica de fazer “tudo o que fosse preciso” para salvar o Euro, nas palavras do próprio Draghi. O objetivo evidente do programa era trazer para baixo as taxas de juros de mercado enfrentadas pelos países que sofriam com a especulação de uma possível saída do Euro. Na época do anúncio do programa, foram colocadas também as prévias condições para que se pudesse fazer parte do negócio, em particular as de caráter fiscal. Em teoria, o programa poderia funcionar mesmo que nenhum país de fato aplicasse para ele. Afinal, sua simples possibilidade de existir serviria como âncora de modo a evitar um pânico nos mercados e uma crise ainda mais aprofundada nesses países membros da Zona do Euro.

Na prática, sem que o programa tenha sido de fato implementado - isto é, sem a ocorrência de compra de títulos por parte do BCE - seu anúncio por si só ocasionou uma substancial redução nos *yields* de países da zona do Euro. Houve um alívio possível para a reconstrução da estabilidade financeira e, nesse sentido, para a sobrevivência da união monetária. O anúncio foi, portanto, bastante eficiente em seus objetivos, tendo contribuído de maneira substancial para reduzir as tensões e criar momento para a recuperação do mercado. Os spreads entre o centro a periferia da Europa tornaram-se menores e o incremento de credibilidade diminuiu parte da hesitação entre investidores.¹⁹

É fácil perceber como um programa desse tipo vai muito além do consenso sobre a responsabilidade do Banco Central de garantir a estabilidade de preços. *Independentemente da boa repercussão dessas declarações nos mercados financeiros, essas observações levantaram dúvidas sobre a autoridade desses bancos centrais para movimentações de tal natureza e nos volumes considerados*²⁰. Quando Draghi afirma que faria “o que fosse preciso” para salvar o Euro, ele estabelece de maneira sumária um novo valor governamental fundamental. De repente, essa autoridade monetária não-eleita toma para si uma responsabilidade e um fazer político que vão muito além de controlar a base monetária para evitar a perda de poder de compra do Euro. Será que é legítimo para essa instituição realizar política econômica ativa, além do escopo puramente monetário?

¹⁹IMF - *Global Financial Stability Report, Restoring Confidence and Progressing on Reforms* - Outubro 2012

²⁰ Gustavo Franco – A Moeda e a Lei - Capítulo 9 – *Balanço e perspectivas do aperfeiçoamento institucional da moeda*.

Nesse contexto, é interessante notar a naturalidade com que alguns observadores lidaram com esse programa, parecendo tratar-se mesmo de uma obviedade. Em fevereiro de 2013, o colunista do *Financial Times* Martin Wolf escreveu:

*"By adopting OMT earlier, the ECB could have prevented the panic that drove the [bond] spreads that justified the austerity. It did not do so. Tens of millions of people are suffering unnecessary hardship. It is tragic."*²¹

Parece não haver, nesse caso, nenhum questionamento sobre a legitimidade jurídica de um banco central realizar um projeto desse calibre. Para um observador desse tipo, provavelmente influenciado pela história das crises financeiras, é uma obrigação a atuação do banqueiro central nesse caso. O quanto antes, melhor. A independência e a atuação forte são justificadas pelo bem-estar daqueles que vão sofrer com as consequências da crise econômica. O *valor governamental fundamental* está colocado praticamente *a priori*. Não seria sensato, afinal, permitir que uma política de caráter “liquidacionista” transformasse uma crise em uma grande depressão. No fundo, foi para esse tipo de entendimento que pareceu convergir uma série de opiniões publicamente relevantes durante a crise de 2008. Aqui, nota-se a influência da literatura econômica norte americana, que se debruçou amplamente sobre a crise de 1929 e na qual se tornou lugar comum a responsabilização da política monetária inativa do FED daquele tempo pelos efeitos mais graves da crise. Em particular, retorna-se ao argumento apresentado pela clássica análise de Milton Friedman-Anna Schwartz e incorporado (de maneira literal)²² no discurso de Ben Bernanke, ator principal das políticas não convencionais do FED após 2008.

Entendimento absolutamente distinto sobre esse assunto teve a Corte Constitucional Alemã. Para ela, não havia legitimidade na implantação de um programa desse gênero por parte de

²¹ Como consta no site do Financial Times: <https://www.ft.com/content/73219452-7f49-11e2-89ed-00144feabdc0>

²² Como visto em Gustavo Franco – A Moeda e a Lei - Capítulo 9, p.621 – *Balanço e perspectivas do aperfeiçoamento institucional da moeda.*

um órgão não eleito. Surge então essa tensão constitucional que Wilkinson analisou como uma espécie de *constitutional hazard* no seio da União Europeia, mas que pode ser também entendida como elemento chave no debate sobre o papel dos bancos centrais do mundo. Na realidade, a crítica alemã em relação à implantação desse programa foi vocalizada de forma ampla, indo além de um entendimento exclusivo de sua corte em Karlsruhe. O presidente do Bundesbank Jens Weidmann, por exemplo, apresentou sua visão de que a compra de títulos planejada pelo BCE teria o desvantajoso efeito de proteger Estados “*libertinos*”²³ das taxas punitivas impostas pelo mercado. Uma série de outras figuras relevantes dentro da Alemanha apresentaram opiniões similares, ecoando o que parecia ser um sentimento de natureza popular. Foram apresentadas inclusive uma série de petições individuais na forma de reclamações constitucionais (*Verfassungsbeschwerde*), concebidas em princípio para proteger cidadãos alemães de possíveis violações de direitos fundamentais protegidos pela Constituição. É notável como, de fato, esse país estabelece um vínculo não necessariamente evidente entre economia e direito público.

Nesse acalorado contexto, a decisão formal da Corte Alemã de ir até a Corte de Justiça da União Europeia foi ancorada em dois pontos: (1) O Banco Central Europeu excedeu seu mandato e infringiu as competências dos Estados membros ao realizar deliberadamente política econômica. (2) A autoridade monetária violou a proibição contra a monetização da dívida soberana estabelecida pelo artigo 123 do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE)²⁴.

Notadamente, há um debate ainda não resolvido sobre o que constitui o valor governamental que justifica a ação do Banco Central na Europa. Nesse sentido, parece que a crise do euro

²³ Em inglês “*Profligate States*”, como visto em *Whatever it Takes? Regarding the OMT Ruling of the German Federal Constitutional Court - Journal of International Economic Law, 2014, Forthcoming*

²⁴ “Overdraft facilities or any other type of credit facility with the European Central Bank or with the central banks of the Member States (hereinafter referred to as ‘national central banks’) in favour of Union institutions, bodies, offices or agencies, central governments, regional, local or other public authorities, other bodies governed by public law, or public undertakings of Member States shall be prohibited, as shall the purchase directly from them by the European Central Bank or national central banks of debt instruments.”

quebrou o ideal de consenso político fundado pelo tratado de Maastricht em relação à própria união monetária. Essa crise que foi gatilho de mudanças bruscas de política econômica mostrou a fragilidade institucional dessa moeda sem Estado, tendo em vista que não há entendimento único sobre o que constitui o valor fundamental a ser defendido pela autoridade monetária. De fato, o discurso de implementação da OMT entrou em conflito direto com a visão alemã do que constitui o projeto de integração europeia e do que deve constituir a união monetária.

Note-se que com o julgamento da questão da OMT, a Corte Constitucional também se utilizou da doutrina denominada *Ultra Vires* dentro do contexto jurídico. Ou seja, se um ato requer um certo nível de autoridade legal e é deliberadamente exercido sem a existência dessa autoridade, ele é inválido e está *além dos poderes* desse agente, ele é *Ultra Vires*. Sob essa doutrina deseja-se tornar evidente que qualquer ato a nível Europeu que vai além dos poderes transferidos para a União, modificando o plano de integração colocado em curso, viola não só a lei como a Constituição alemã.²⁵ Alguns observadores²⁶ acreditam que a Corte em Karlsruhe, ao analisar o caso das OMTs, aplicou um padrão inapropriado de revisão judicial. De acordo com essa linha de pensamento, deveria ser suficiente para a Corte seguir uma certa tradição de questionar a racionalidade das políticas adotadas pelo BCE e não ir além disso. Nota-se, entretanto, a recusa evidente dessa instituição de fugir a debates altamente controversos sobre o que é política monetária, o que é política fiscal e o que é estabilidade financeira. Na Alemanha, afinal, economia, soberania e direito público possuem laços mais íntimos e mais ancorados na história do que pode ser percebido em um primeiro momento. Debater a atuação de um Banco Central torna-se muito mais do que um debate técnico, terreno dos economistas. Torna-se, finalmente, uma questão de Justiça.

Aqui temos, portanto, uma instituição que parece ter encontrado a sua própria resposta para a pergunta recorrente desse projeto: qual o valor governamental que justifica a originalidade

²⁵ (Mayer, 2014, pp. 115-117, 124-128) e PRATES: *The Changing Politics Of Central Banking: A Legal Perspective*.

²⁶ Goldman (2014), com visto em PRATES: *The Changing Politics Of Central Banking: A Legal Perspective*

institucional para o Banco Central e, mais particularmente, sua independência? Wilkinson²⁷ argumenta que para a corte em Karlsruhe, *é o caráter documentadamente científico da política monetária* que traz essa legitimidade. Nesse caso, se na visão do Banco Central Europeu as OMTs são um remédio importante diante de um medo irracional por parte dos mercados, a visão em Karlsruhe prevê que esse mesmo programa é uma violação da boa lógica econômica de disciplina fiscal. De fato, o parecer da corte chega a adicionar ainda que distinções entre racional e irracional não fazem sentido em um contexto de precificação de mercado.²⁸

É interessante notar como essa situação conflituosa não parece em linha com o fato de o Banco Central Europeu ter sido concebido de acordo com o modelo alemão de autoridade monetária. Em particular, essa identidade faz-se clara pela presença de duas características institucionais: a primeira diz respeito ao seu objetivo principal que é expressamente a manutenção da estabilidade dos preços. A segunda diz respeito à independência política ressaltada pelo TFEU. Essa independência reafirma que o Banco Central não deve receber instrução de outras instituições da União Europeia nem do governo de nenhum estado membro. Ambas essas características são espelhadas na organização do Bundesbank e serviram, entre outras razões, justamente para fazer superar o ceticismo inicial na Alemanha em relação à união monetária. Desejou-se deixar claro no momento fundador da instituição que o valor governamental fundamental em jogo deveria ser estritamente aquele compartilhado com a nação considerada menos tolerante com a inflação. A evidência empírica mostra que, de fato, o Banco Central Europeu perseguiu seu objetivo principal com consistência e sucesso desde que assumiu a política monetária no continente. Durante a existência do banco, a taxa de inflação permaneceu perto da sua meta de até 2%²⁹.

²⁷ WILKINSON, Michael A. – *Economic Messianism and Constitutional Power in a German Europe*.

²⁸ “(...) One cannot in practice divide interest rate spreads into a rational and an irrational part” - OMT Ruling at para. 71; para. 98 (“[The distinction between rational and irrational is meaningless]”) como visto em Carsten Gerner-Beuerle, Esin Küçük, & Edmund Schuster - *Law Meets Economics in the German Federal Constitutional Court: Outright Monetary Transactions on Trial*

²⁹ German Law Journal - Carsten Gerner-Beuerle, Esin Küçük, & Edmund Schuster - *Law Meets Economics in the German Federal Constitutional Court: Outright Monetary Transactions on Trial*

Por outro lado, é interessante notar que existe ainda outra consideração sobre o objetivo do BCE dentro do fundamental artigo 127(1)³⁰ do TFEU. Este afirma que existe um objetivo secundário de *apoiar as políticas econômicas gerais da União* sem que haja prejuízo da manutenção estabilidade de preços apontada de forma contundente como a causa final do sistema europeu de bancos centrais (ESCB).

O fato é que, conforme mencionado no corpo desse texto, a estrita visão acadêmica sobre o papel do banco central como *gendarme* da estabilidade de preços somou-se, após 2008, ao problema da estabilidade financeira. Por mais que tarefas precisas do Banco Central nesse campo ainda sejam objeto de amplo debate, houve um reconhecimento da necessidade de estabelecer objetivos intermediários a serem perseguidos vinculados à informação com a qual a instituição conta na hora de realizar política monetária. Ou seja, não se trata, a princípio, de modificar o objetivo primário, mas de estabelecer outros que a eles sejam subordinados. Na realidade, essa vocação tem sido cada vez mais reconhecida pelo próprio Banco Central Europeu. Em documentos apresentados após 2008³¹, o texto reconhece que trajetórias perigosas para estabilidade financeira, tais como bolhas nos preços de ativos, podem afetar a estabilidade de preços como um todo e, portanto, também justificam intervenções. Nota-se que ainda existe uma tentativa preocupada de não se afastar textualmente do valor governamental estabelecido a princípio, pela qual se reitera que *a contribuição [da política monetária] para a estabilidade financeira está subordinada ao objetivo da estabilidade de preços.*³² Persiste a questão se política não convencionais também se encontram no escopo do BCE para resguardar o sistema financeiro.

³⁰ 1. *The primary objective of the European System of Central Banks (hereinafter referred to as "the ESCB") shall be to maintain price stability. Without prejudice to the objective of price stability, the ESCB shall support the general economic policies in the Union with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Union as laid down in Article 3 of the Treaty on European Union. The ESCB shall act in accordance with the principle of an open market economy with free competition, favouring an efficient allocation of resources, and in compliance with the principles set out in Article 119.*

Fonte: <http://www.lisbon-treaty.org/wcm/the-lisbon-treaty/treaty-on-the-functioning-of-the-european-union-and-comments/part-3-union-policies-and-internal-actions/title-viii-economic-and-monetary-policy/chapter-2-monetary-policy/395-article-127.html>

³¹ *THE MONETARY POLICY OF THE ECB* – 55, por exemplo.

³² *THE MONETARY POLICY OF THE ECB* – 55

Conforme definido acima, a decisão da Corte em Karlsruhe afirmou que a decisão da OMT excedia o mandato do Banco Central Europeu acordado no TFEU e pelo próprio estatuto do banco. Mais do que isso, os juristas alemães chegaram à conclusão de que as OMTs representavam uma transgressão não só do objetivo primário como também do objetivo secundário do sistema de bancos centrais europeus. Nesse cenário, a corte antecipou seis diferentes argumentos para substanciar sua visão. Segundo ela, a OMT não estava no escopo adequado da política monetária em função de (I) seu objetivo, (II) sua seletividade, (III) o paralelismo com programas de assistência acordados pelos estados membro e (IV) o contorno dos estreitos limites que o Mecanismo Europeu de Estabilidade (ESM)³³ estabeleceu para compra de títulos do governo. Além desses problemas diretos, o texto também menciona que (V) o volume de assistência financeira potencialmente provido pela OMT é de uma dimensão que multiplica a assistência da ESM e, assim, frustra os volumes e condições impostos no contexto desse último. Por fim, também encontraram problemas em função (VI) da declaração do BCE de que o começo, continuidade e fim da OMT seria feito de forma plenamente discricionária.³⁴

Em seu artigo no *German Law Journal*, os juristas Gerner-Beuerle, Küçük e Schuster criticam de forma contundente essas alegações da Corte Constitucional. Segundo os autores, não só os juízes não compreenderam a racionalidade econômica da medida do BCE, como também trouxeram para si uma discussão que estava fora de seu escopo. Em primeiro lugar, haveria um entendimento errôneo a respeito dos objetivos das OMTs. A Corte afirmou que a finalidade imediata do programa seria a de neutralizar os *spreads* dos títulos do governo dos países selecionados. Isso, ainda na visão dos juízes, seria uma violação da norma já que os *spreads* refletiam o “ceticismo dos participantes do mercado que países demonstrariam disciplina fiscal o suficiente para permanecer solventes e (...) a existência desses *spreads*

³³ *European Stability Mechanism* é o mecanismo político e econômico da União Europeia que busca assegurar a estabilidade da Zona do Euro. Surgiu em 2012 e é parte das medidas que foram elaboradas na crise para assegurar a estabilidade na região. Possui autoridade para realizar política econômica e uma institucionalidade bastante distinta daquela do Banco Central Europeu. O próprio site da ESM define:

“(…) For this, the ESM counts on several instruments. The ESM can grant a loan as part of a macroeconomic adjustment programme, such as the one that was already used by Cyprus and is currently ongoing in Greece.”

³⁴ German Law Journal - Carsten Gerner-Beuerle, Esin Küçük, & Edmund Schuster - *Law Meets Economics in the German Federal Constitutional Court: Outright Monetary Transactions on Trial*

estão inteiramente previstas no Tratado”. Por isso mesmo, o BCE estaria fugindo do seu mandato já que as transações propostas seriam atos de política econômica e não de política monetária.

Gerner-Beuerle, Küçük e Schuster argumentam que o objetivo declarado das OMTs não trata de uma neutralização dos *spreads*, mas de salvaguardar uma transmissão apropriada da política monetária bem como a sua unicidade no contexto da união. A Corte parece não considerar esse objetivo relevante para distinguir entre políticas econômica e monetária e foca nesse “objetivo imediato” de eliminar *spreads*. Essa não seria, entretanto, a racionalidade das OMTs. Nesse caso, a explicação do próprio BCE seria convincente para demonstrar que o efeito econômico pretendido não era uma simples neutralização:

“OMTs aim at safeguarding the transmission mechanism in all euro area countries and the singleness of the monetary policy. OMTs will enable the Eurosystem to address severe distortions in government bond markets which originate, in particular, from unfounded fears on the part of investors of the reversibility of the euro, as reflected, inter alia, in widening differences in the pricing of short-term sovereign debt up to July 2012 In such an environment, OMTs will provide a fully effective backstop to avoid destructive scenarios with potentially severe challenges for price stability in the euro area.”³⁵

E ainda:

“Specific operational modalities have been set up to ensure that OMTs do not interfere with the three objectives of the monetary financing prohibition, namely safeguarding (i) the primary objective of price stability, (ii) central bank independence, and (iii) fiscal discipline. A major concern has been the need to ensure that this monetary policy instrument could not ultimately weaken fiscal discipline (...) The current situation is characterized by severe distortions in government bond markets which originate, in particular, from unfounded fears on the part of investors of the reversibility of the euro. This translates into severe cases of

³⁵ ECB, MONTHLY BULLETIN 7 (Sep. 2012). On p. 8 of the Monthly Bulletin October 2012, the ECB

malfunctioning in the price formation process in the government bond markets, which undermines the functioning of the monetary policy transmission mechanism.”³⁶

As explicações do BCE deixam claro que a lógica possível do programa desejado seria mediar dinâmicas distintas para, por um lado, prover potenciais compras *a priori* ilimitadas e, por outro, garantir a condicionalidade vinculada ao EDSF e ao ESM para evitar o problema de *moral hazard*. Note-se também a reiterada busca do texto em apontar o risco de cenários destrutivos que potencialmente ameaçariam a estabilidade dos preços na região. Em outras palavras, o Banco Central não estaria violando princípios de mercado ao tentar neutralizar as diferenças nos yields, mas somente tentando quebrar expectativas que poderiam levar a um equilíbrio ruim de maneira desnecessária. O próprio banqueiro central, Mário Draghi, tentou deixar claro esse ponto de vista em sua conferência de imprensa após anúncio das OMTs. Segundo ele:

“The assessment of the Governing Council is that we are in a situation now where you have large parts of the euro area in what we call a “bad equilibrium”, namely an equilibrium where you may have self-fulfilling expectations that feed upon themselves and generate very adverse scenarios. So, there is a case for intervening, in a sense, to “break” these expectations, which, by the way, do not concern only the specific countries, but the euro area as a whole. And this would justify the intervention of the central bank.”³⁷

O excessivo foco dado ao problema de *moral hazard* por parte da corte em Karlsruhe parece demonstrar um caráter possivelmente ideológico, mais do que um simples cálculo de eficiência. De fato, a existência do potencial problema de *moral hazard* não deixou de ser considerada pelo Banco Central. Fundamentalmente, a busca que muitos artigos fazem de interpretar a decisão da corte constitucional à luz de uma racionalidade econômica não é suficiente e nem parece ser justa. A decisão da corte acabou interagindo com questões complexas de teoria econômica ainda não completamente resolvidas pelo poder explanatório de modelos quantitativos. Grande parte do corpo acadêmico de economistas não acredita hodiernamente que o mercado é completamente imune a ineficiências. O intenso debate

³⁶ ECB, MONTHLY BULLETIN 8 (Oct. 2012).

³⁷ Discurso de 6 de setembro de 2012). Disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>

corrente a respeito de regulação financeira consiste, muitas vezes, em melhor compreender e resolver os problemas advindos de situações que o mercado produz resultados sub-ótimos.

Gerner-Beuerle, Küçük e Schuster acreditam que a corte cometeu um erro simplesmente ao tentar reinterpretar uma decisão técnica de um corpo de especialistas e alegar que um determinado programa possui no fundo um resultado diferente do que ele pretende.³⁸ A argumentação dos juristas, entretanto, é mais sutil do que um fragmento de manifesto tecnocrático. Não se trata, nesse sentido, de compactuar com a acusação supracitada de Bruce Ackerman e afirmar que não há justificativa para intervenção jurídica em um Banco Central tendo vista que os especialistas *sabem melhor o que fazer*. A autoridade monetária não deve estar absolutamente livre de qualquer monitoramento e suas decisões estão potencialmente sujeitas a uma análise jurídica em termos de sua legalidade e legitimidade. O problema dessa decisão da Corte está no fato de ela ir muito além de simplesmente condenar uma implementação particular do programa das OMTs e julgá-la incompatível com o TFUE (e com a lei alemã). O que ela parece reiterar, nesse caso, é que a Corte conhece o cenário único e ideal no qual o programa poderia ser compatível com a lei.

Outro ponto a ser destacado na decisão da Corte está em sua afirmação de que proteger a estrutura do Euro *não é obviamente uma tarefa da política monetária*. Apesar de a decisão ser categórica a respeito da fuga de mandato do BCE, não parece razoável acreditar que a proteção da existência da moeda não esteja contida dentro das responsabilidades de uma autoridade monetária.³⁹ Uma vez que uma moeda tenha sido introduzida em um certo espaço nacional - ou supranacional, no caso - cumpre ao Banco Central protegê-la. Note-se, por exemplo, a versão original da lei que estabeleceu o Banco Central Alemão (Bundesbank), na qual consta:

³⁸ German Law Journal - Carsten Gerner-Beuerle, Esin Küçük, & Edmund Schuster - *Law Meets Economics in the German Federal Constitutional Court: Outright Monetary Transactions on Trial* P.302

³⁹ Essa visão também é endossada em German Law Journal - Carsten Gerner-Beuerle, Esin Küçük, & Edmund Schuster - *Law Meets Economics in the German Federal Constitutional Court: Outright Monetary Transactions on Trial*.

“The German Bundesbank shall regulate, by exercising the powers in the field of monetary policy conferred on it by this law, the circulation of money and the supply of credit to the economy with the aim of protecting the currency...”

Aqui, não seria equivocado afirmar que o termo *proteger* possui um sentido jurídico de dupla natureza. O primeiro diz respeito à sua atribuição mais usual no contexto de política monetária, ou seja, a de evitar o mal advindo do descontrole de preços. O segundo, entretanto, decorre naturalmente do sentido mais literal da palavra, o de proteger a existência de um dado objeto. Assim, a ideia que o Banco Central Europeu tenha absorvido a proteção da existência do Euro dentro de suas atribuições não parece tão estranha quanto faz parecer a decisão da corte em Karlsruhe. O que pode ser mais legitimamente questionado é quais instrumentos se encontram legalmente a disposição dessa instituição para fazer valer essa atribuição. Retornando a um ponto chave na construção desse trabalho, a melhor pergunta aqui não é propriamente se o Banco Central deve proteger o euro. Essa é uma decorrência lógica e até mesmo natural da implementação da moeda a nível continental. Resta saber se essa proteção é um valor governamental fundamental que justifica um processo de decisão excepcional por parte dos envolvidos. Nesse momento, parece adequado inserir a noção de *proporcionalidade* que subjaz as questões jurídicas (e éticas) usualmente, mas não foi adequadamente mencionada em relação à decisão das OMTs. Afinal, ater-se tão-somente à letra da lei europeia não produziu um resultado definitivo, como demonstram as divergências entre juristas e entre as próprias cortes alemã e europeia.

Note-se, por exemplo, que a compra de títulos no mercado secundário poderia a princípio ser enquadrada na definição de operações de mercado aberto prevista pelo estatuto do BCE.⁴⁰ Mas, conforme afirmado anteriormente, são questões de causa e de dimensão que tornam as OMTs potencialmente problemáticas. A importância de entender se uma medida é proporcional ao problema que ela tenta corrigir deve caminhar junto com as questões de legitimidade levantadas ao longo desse texto e despertadas pela decisão da corte em Karlsruhe. Essa é uma discussão, portanto, que deve completar o argumento a respeito das

⁴⁰ Em particular, o artigo 18.1 do estatuto afirma: “[The ECB may] operate in the financial markets by buying and selling outright (spot and forward) or under repurchase agreement and by lending or borrowing claims and marketable instruments.”

características técnicas que poderiam - possivelmente apenas em teoria - resolver de modo definitivo se o programa das OMTs é, afinal, política monetária ou política econômica.

O desenvolvimento desse trabalho evidencia que não foram poucos os autores que condenaram a decisão da corte em Karlsruhe, acusando o juízes de permitir que convicções idiossincráticas fossem origem de uma decisão excessivamente dura a respeito de um assunto delicado e de amplo impacto econômico. Um jurista de Yale chegou a afirmar que, agindo desse modo, a corte fazia o papel de *rebeldes sem causa*.⁴¹ Uma reação desse nível diante da questão das OMTs foi, para muitos, desproporcional e, em última instância, irresponsável. De fato, é relevante apontar que essa opinião não só foi observada entre juristas do exterior, mas também dentro da própria corte alemã. Nesse sentido, são emblemáticas as palavras da juíza Gertrude Lübbe-Wolff, que resumiu da seguinte maneira sua opinião sobre a decisão da própria corte a qual pertence:

“That some few independent German judges—invoking the German interpretation of the principle of democracy, the limits of admissible competences of the ECB following from this interpretation, and our reading of Art. 123 et seq. TFEU—make a decision with incalculable consequences for the operating currency of the euro zone and the national economies depending on it appears as an anomaly of questionable democratic character.”

Essas palavras de dissidência evidenciam o nível de divisão e de incerteza jurídica na qual os próprios juízes alemães se encontraram ao se defrontar com o problema da boa institucionalidade da Autoridade Monetária. A decisão alemã passou longe de constituir consenso e, na verdade, acabou se mostrando a resposta de uma corte dividida.⁴² É notável que o argumento de Lübbe-Wolff apela para o caráter possivelmente antidemocrático da decisão do juízo. Com sua atitude desproporcional, a corte não só coloca em risco a saúde da moeda continental como também prejudica a si e sua própria legitimidade, tomando decisões cuja natureza é duvidosa. Acusações de uma postura francamente anti-europeia e da interferência de um certo ego judicial também fizeram parte do conjunto de críticas à decisão.

⁴¹ MAYER, Franz - Rebels Without a Cause? A Critical Analysis of the German Constitutional Court's OMT Reference

⁴² MAYER, Franz - Rebels Without a Cause? A Critical Analysis of the German Constitutional Court's OMT Reference p.144

O excessivo peso que a corte colocou na questão do possível *moral hazard* depõe significativamente a favor da tese de viés ideológico apontada por alguns dos juristas aqui comentados. A decisão de tornar esse problema potencial em um foco majoritário da decisão mostra, de certa maneira, que a corte não apela apenas para o caráter de legitimidade do Banco Central, mas que os próprios juízes possuem uma visão própria do que é mais relevante entre os problemas econômicos. Essa visão se encontra, portanto, próxima daquela crítica de Wilkinson⁴³ que vê a postura histórica ordo-liberal na corte alemã um empecilho a uma postura mais aberta à integração Europeia e aos requerimentos de flexibilidade exigidos por uma união monetária da dimensão que se tornou a Zona do Euro.

Ainda que a batalha jurídica propriamente dita já tenha perdido fôlego, a discussão institucional permanece mais atual do que nunca. A saga das OMTs como fato histórico foi menos explosiva do que poderia parecer a princípio, mas sua relevância como instrumento da discussão corrente sobre o papel e os limites dos Bancos Centrais permanece viva e alimentando o debate nas academias econômicas e jurídicas. A dissidência entre os próprios juristas e entre cortes mostra que ainda não há consenso sobre o problema. De fato, a eficiência do anúncio das OMTs por si só não pode ser vista como a única resposta para a pergunta, como talvez desejassem aqueles que desejam atribuir um viés estritamente utilitário às decisões econômicas. Tampouco a visão ordo-liberal e legitimista da corte em Karlsruhe - possivelmente influenciada pela sua história - parece razoável para condenar as OMTs ao terreno da política econômica e, por isso, estritamente fora do escopo do Banco Central. Trazer um balanço entre essas duas visões e buscar uma solução entre o utilitarismo econômico e o imobilismo desnecessário advindo da radicalização jurídica constituiu o trabalho de muitos dos juristas já citados nesse trabalho.

É necessário também recuperar para a pauta institucional do Banco Central uma discussão real sobre o princípio da proporcionalidade. Por trás de inúmeros parágrafos de contestação à decisão da corte em Karlsruhe subjaz um argumento simples: para o tamanho do problema da Europa naquele dado momento, a tomada de decisão rápida e eficiente do banqueiro central era, em absoluto, uma atitude proporcional. Talvez esse seja um caminho interessante

⁴³ WILKINSON, Michael A. – Economic Messianism and Constitutional Power in a German Europe;

para responder de maneira compreensiva à pergunta que o modelo desse trabalho se colocou. Afinal, o que justifica a novidade jurídica? Por que tantos consideraram legítimo que a autoridade monetária agisse na fronteira entre política monetária e política econômica, com um programa de dimensão inédita? Se a decisão de Karlsruhe foi polêmica dentro da própria corte, mais ainda o foi fora dela, como mostrou amplamente a condução desse trabalho. Entretanto, o fato de um grande número de respeitados juristas ter se colocado ao lado do Banco Central Europeu e condenado a decisão da corte mostra, de algum modo, que essa noção de proporcionalidade está presente nas sensibilidades tanto de tribunais quanto da academia.

C – Legitimidade e eficiência

Há um balanço possível entre novidade jurídica, renovação institucional e resolução de crise. A supracitada resposta dissidente de Gertrude Lübbecke-Wolff evidencia que o caráter democrático de um processo decisório está vinculado à sua flexibilidade. Também inovar faz parte de uma atitude possível da autoridade monetária quando essa medida de inovação é proporcional ao tamanho da crise a ser enfrentada. Afinal, que um Banco Central caminhe na fronteira entre política monetária e política econômica não parece constituir uma violação de direitos fundamentais, como alguns chegaram a argumentar dentro da Alemanha. Aqui, não se trata de dizer que os fins justificam os meios, mas de possuir uma atitude aberta à Lei Europeia - nesse caso – e à realidade material de fato, em qualquer caso. Pode ainda ser argumentado que a necessidade de o Banco Central possuir um mandato amplo o suficiente para cobrir um programa do calibre das OMTs já parecia um fato implícito desde o momento da adoção do Tratado de Maastricht (e a decorrente aceitação coletiva da existência do Euro). O comportamento do Banco Central Europeu seria então bem mais previsível do que faz supor a decisão da corte em Karlsruhe.

Há ainda mais um ponto que pode ser destacado a respeito de um potencial exagero da Corte Constitucional Alemã no caso avaliado. É possível conceber um determinado arranjo jurídico

que permita ao Banco Central agir de maneira contundente durante uma crise financeira e que seja ao mesmo tempo legítimo e sujeito a controles. Já foi comentado que caminhar entre a fronteira da política econômica e política monetária não parece ferir qualquer direito fundamental. Em termos de teoria da justiça, quando se trata da noção própria de direito, em geral ela é concebida como uma espécie de veto, *uma carta trunfo* a ser usada acima de qualquer outra medida, ainda que potencialmente maximizadora do ponto de vista utilitário (*trumps*)⁴⁴. A condução desse trabalho mostrou como a preocupação geral com a estabilidade de preços parece fornecer finalmente essa *carta* que está acima de todas as outras quando se trata da ação da política monetária. Essa certamente é uma visão para a qual parece convergir um consenso europeu. Nenhum dos juristas citados nesse trabalho ou ainda o banqueiro central ou a corte alemã apresentaram qualquer ponto que divergisse dessa convenção. Afinal, a própria moldura na qual se baseou o Banco Central Europeu foi a do Bundesbank alemão, justamente pelo aporte de credibilidade e pela garantia dessa postura radical contrária à inflação. Em outras palavras, o consenso sobre o mal da inflação e a definição rígida da prioridade do mandato dos Bancos Centrais constroem a noção de direito inviolável de um dado grupo frente à sua autoridade monetária: o direito à estabilidade de preços.

Essa ideia permite afirmar que se as OMTs tivessem de fato um caráter nitidamente inflacionista, haveria um espaço claro e objetivo para a intervenção jurídica. Ainda que o programa idealmente salvasse o Euro, ainda que evitasse equilíbrios ruins na periferia da Europa, ainda que evitasse a recessão, haveria um argumento claro de direito a ser utilizado para coibi-lo. Entretanto, a própria corte em Karlsruhe não encontrou argumentos suficientes para alegar que as OMTs iam contra o mandato principal do próprio Banco Central. Como apontado anteriormente, uma das acusações foi a de exceder o seu mandato, mas não a de trabalhar contra ele. Em sentido contrário, todo o tempo a comunicação do Banco Central mostrou-se preocupada em apontar o fato de que o programa concebido seria um auxílio e não um revés na busca da estabilidade de preços. Ou seja, o programa teoricamente seria um

⁴⁴ Alguns autores argumentam que a Economia deve possuir essas *cartas trunfo* (*trumps*) e essa noção de direito que veta, além do utilitarismo natural da disciplina. Isso evita também um *Utilitarismo dos Direitos*, um pensamento que prevê uma *minimização da violação dos direitos*. Afinal, se até mesmo a guerra consegue, em teoria, ser terreno da norma, também a Economia não poderia ser sujeita tão somente a “leis naturais”. Uma discussão aprofundada desses temas pode ser vista em *Michael Walzer - Just and Unjust Wars: A Moral Argument with Historical Illustrations* e o clássico *Anarchy, State and Utopia* de Robert Nozick.

neutralizador de um equilíbrio sub-ótimo de mercado o qual além de potencialmente atrapalhar as economias da periferia da Europa, também construía riscos inflacionistas desnecessários, particularmente via preços dos ativos.

Por tudo isso, um olhar mais atento ao caso analisado faz apreender relações que antes encontravam-se ocultas. A princípio, poderíamos pensar que aqui a tensão jurídica compreenderia tão-somente a discussão sobre o que constitui uma legítima *Raison d'État*. Nesse caso, notar-se-ia a Corte de um lado, o banqueiro central de outro. Em sua afirmação de que faria “o que fosse preciso” para salvar o Euro, Mario Draghi acabaria por definir uma versão de valor governamental, indo além do escopo da instituição que preside. Mas, por fim, a discussão completa se mostra mais ampla do que a velha ruptura entre o utilitarismo econômico e o princípio da legitimidade jurídica. Dentro do contexto mesmo de legitimidade, nuances foram exploradas por um conjunto de juristas curiosos sobre a aparente radicalidade da decisão da corte em Karlsruhe. Não é preciso acreditar que os juízes alemães são *rebeldes sem causa* para apontar a falta de proporcionalidade em uma decisão do escopo da tomada pela Corte. Além disso, a fronteira entre política monetária e política econômica nunca pareceu tão tênue quanto nesse novo mundo nascido após a crise de 2008.

De fato, a Europa como um todo ainda parece distante de construir um verdadeiro consenso sobre a sua relação com a moeda. Nesse caso, enquanto não houver posição comum em relação à sobrevivência do euro como *valor governamental fundamental*, políticas do escopo das OMTs ainda vão se encontrar em terreno jurídico bastante incerto. Esse fato, entretanto, não é suficiente para justificar uma atitude desproporcional face à atuação de uma instituição com a importância do Banco Central Europeu. Conforme apontou Wilkinson, há uma grande diferença, no contexto de uma Corte, entre a virtude de reafirmar a inviolabilidade de direitos fundamentais bem como a centralidade da identidade constitucional nacional e o desacerto de impor uma lógica ordo-liberal própria frente a outros estados-membro.⁴⁵ Ao questionar a lógica supranacional de hierarquia formal, a Corte corre o risco de implicitamente aprovar uma lógica *informal* de hierarquia e coerção.

⁴⁵ WILKINSON, Michael A. – Economic Messianism and Constitutional Power in a German Europe p.32;

História, Economia e Justiça – três das competências humanas que perenemente dialogam de formas muito diversas. Ao tratar de moeda e de lei, trata-se também de problemas com raízes profundas, com questões de humanidade e com inúmeras interações que podem não ser de entendimento trivial em um primeiro momento. Uma decisão da corte alemã em Karlsruhe descortinou, portanto, uma série de relações causais que auxiliam de maneira contundente a inevitável discussão sobre o papel dos Bancos Centrais no presente e no futuro.

III.

Independência das agências regulatórias – Fundamentos e mudanças após 2008

A – O paradigma regulatório

Após a crise de 2008, a tendência mais facilmente observada no que diz respeito à autoridade monetária e à regulação financeira é o aumento da participação – direta ou indireta - de outras esferas governamentais além do próprio Banco Central. Gadinis⁴⁶ observou, na análise de quinze diferentes jurisdições, que decisões de ampla relevância no domínio da regulação financeira passaram sistematicamente para as mãos de altos oficiais do governo, em particular para os ministros de Estado. Essa foi uma trajetória observada mesmo em países onde a independência do Banco Central é uma realidade consolidada. O mesmo autor chega a afirmar que o paradigma de agências independentes como principais mecanismos de controle financeiro está sob ataque. Entre os países desenvolvidos, as leis que surgiram após a crise de 2008 têm alocado poderes novos muito mais para políticos eleitos do que para burocratas.

Ministros e oficiais do governo têm se envolvido em assuntos do sistema financeiro e em questões operacionais que anteriormente não exerciam grande interesse entre esses agentes. Mais do que isso, essa atividade tem sido realizada de maneira mais direta e aparente. Em um primeiro momento, essa mudança na alocação de responsabilidades pode parecer uma decisão pouco virtuosa. Afinal, existe uma ampla literatura dedicada a justificar as vantagens da regulação por burocratas no lugar de políticos com incentivos políticos potencialmente perniciosos. Livres das coações intrínsecas ao processo eleitoral, agências independentes dedicariam seu tempo e energia no desenvolvimento do seu conhecimento sobre os domínios a serem regulados sem a presença de maus incentivos. Mais do que isso, esse tempo e esse

⁴⁶ Stavros Gadinis, *From Independence to Politics in Financial Regulation*, 101 Cal. L. Rev. 327 (2013) - também visto em PRATES: *The Changing Politics Of Central Banking: A Legal Perspective*;

conhecimento seriam necessários para lidar com detalhes altamente técnicos vinculados ao campo da regulação financeira.

Os Estados Unidos, em particular, são a referência desse paradigma regulatório. O FED, o FDIC e a SEC⁴⁷ constituem um forte aparato regulatório e serviram como a referência primordial para o amplo segmento da regulação financeira nesse país. Como em outros domínios vinculados à Economia, a referência norte americana serviu como fundamento para as democracias ocidentais construírem seus próprios sistemas de regulação financeira. De fato, a segunda metade do século XX - e particularmente o fim dos anos 80 - verificou um fortalecimento a nível mundial de conceitos como a independência do Banco Central e dos reguladores financeiros. É possível afirmar que a própria existência do FMI, como protagonista global, serviu para encorajar e moldar os perfis de autoridade monetária a serem construídos nos países do Ocidente contemporâneo.

Em um estudo conduzido em 2007 para 103 países, Steven Seelig e Alicia Novoa⁴⁸ observaram que a maioria dos serviços de regulação financeira consistiam na atuação de agências com independência dentro do governo. A grande exceção estava na supervisão de bancos propriamente ditos, para o qual a regulação usualmente cabia ao Banco Central. Além disso, 75% das agências reportaram que a lei lhes fornecia independência operacional no que diz respeito às decisões de supervisão, enquanto apenas 58% reportaram esse mesmo nível de independência para o caso da regulação.

Além do paradigma de independência ter representado a realidade de fato de muitos países, esse também foi o conceito chave dentro do campo acadêmico que se debruça sobre a questão da regulação financeira.⁴⁹ Nesse caso, a ideia básica por trás de uma agência independente trata de um órgão que não deve ser nem diretamente eleito pelo povo, nem diretamente controlado por políticos eleitos. Mesmo que características institucionais nesses domínios variem muito, existe uma regularidade dessa definição mais ampla nos casos tratados. Desse

⁴⁷ *Federal Reserve, Federal Deposit Insurance Corporation e Securities and Exchange Commission*, respectivamente.

⁴⁸ *Governance Practices at Financial Regulatory and Supervisory Agencies* - Steven Seelig and Alicia Novoa - WP/09/135

⁴⁹ Stavros Gadinis, *From Independence to Politics in Financial Regulation*, 101 Cal. L. Rev. 327 (2013) – p.332

modo, existe uma busca de redução da influência do Poder Executivo na atuação dessas burocracias como forma de evitar os supracitados incentivos perversos do processo político. Na Europa e nos Estados Unidos, essa definição conduz ao fato de essas agências não necessitarem de um consentimento de políticos eleitos para exercer seu poder e realizar seu trabalho. Ainda que esses mesmos políticos possam possuir uma influência indireta no domínio da regulação em função do processo decisório legislativo, há uma liberdade operacional e corrente para a atuação desses órgãos.

Apesar de as agências reguladoras mais proeminentes apresentarem alguma variação em seu desenho institucional, a maioria compartilha algumas importantes características. Em primeiro lugar, sua autoridade se faz presente em setores de reconhecida importância econômica e social. Muitas possuem a capacidade de resolver disputas e emitir ordens, em um contexto similar ao de tribunal, momento em que alguns autores se referem a um poder *quasi-judicial*⁵⁰. Também possuem autoridade de emitir novas regulações, que passam a ser regra aplicável para os agentes pertinentes. Ainda possuem capacidade de *fazer valer* suas medidas, com a possibilidade de investigação e processo diante de eventuais violações. Todas essas são características importantes para indicar a referida independência dessas instituições. Entretanto, a mais importante de todas é a incapacidade dos políticos eleitos de remover membros dessa agência sem uma justa causa. Assim, o argumento essencial que subjaz a independência é a restrição aos membros do Executivo ou do Legislativo - inclusive o chefe de governo – de demitir os líderes da agência por razões políticas. Assim, há uma ausência desse nível de poder de barganha que poderia conduzir à preponderância de políticas específicas preferidas pelos políticos eleitos. Um presidente da república que não pode remover funcionários de uma agência por discordâncias em relação a políticas adotadas perde um elemento chave da capacidade de impor sua visão de governo nesse campo.

É importante compreender de que modo essa realidade se insere no escopo do modelo apresentado nesse trabalho. Assim como no caso da política monetária propriamente dita, também no caso da regulação financeira observa-se o fenômeno de uma institucionalidade particular que busca evitar os problemas intrínsecos de natureza política. Mais do que isso,

⁵⁰ Lisa Schultz Bressman & Robert B. Thompson p.8 - *The Future of Agency Independence* citando Robert L. Cushman. *The Independent Regulatory Commissions*.

também aqui houve um substancial questionamento do *status quo* após a crise de 2008. Um novo ponto focal foi colocado sobre um tema que não vinha exercendo nenhuma atração particular antes da crise financeira. Prates⁵¹ mostra que os legisladores estão de volta ao campo da regulação justamente porque a própria desregulamentação foi observada com uma das principais causas da crise. Gadinis⁵² documenta que há um movimento sistemático e global que se afasta do paradigma de independência regulatória para um de maior envolvimento político na regulação bancária e financeira de um modo geral. Essa é uma dinâmica que vem definindo um novo equilíbrio de poder entre agências e políticos e possui suas raízes exatamente na discussão sobre quais são os *valores governamentais fundamentais* a serem protegidos. Além disso, trata-se mais uma vez de definir quais mecanismos podem ser considerados ao mesmo tempo eficientes e legítimos para garantir a saúde e a estabilidade dos sistemas financeiros nacionais e, em última análise, do próprio sistema global.

O fato de o paradigma regulatório ter sido sensivelmente modificado após uma crise financeira da dimensão daquela de 2008 não é, de modo algum, uma surpresa. Trata-se, na verdade, de uma decorrência natural de reação a uma nova realidade que nada tinha de antecipada, ou seja, uma reação a um choque. Menos óbvio, entretanto, é o caminho que acabou sendo tomado ao longo dessa reação: uma substituição sistemática de responsabilidades de reguladores independentes para oficiais próximos do Executivo propriamente dito. Esse novo direcionamento para fora do padrão de reguladores independentes é particularmente curioso tendo em vista a história das reações passadas a desastres financeiros. De fato, a evidência anterior era a de um aumento do poder desses reguladores diante da crise, ao invés de uma diminuição. O *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, por exemplo, respondeu ao episódio da Enron por meio da ampliação dos poderes do SEC. Já em 1982, a crise da dívida no México gerou uma reação de ampliação da requisição de capitais nos bancos encabeçado por determinações do FED⁵³. Por fim, a crise financeira ocorrida em 1989 foi origem da criação de mais uma agência independente, o *Federal Housing Finance Board*.

⁵¹ PRATES: The Changing Politics Of Central Banking: A Legal Perspective;

⁵² Stavros Gadinis, From Independence to Politics in Financial Regulation, 101 Cal. L. Rev. 327 (2013)

⁵³ Thomas Oatley & Robert Nabors - *Redistributive Cooperation: Market Failure, Wealth Transfers, and the Basel Accord*.

Diante desse descompasso entre observações do passado e a realidade pós 2008, é necessário questionar quais razões foram específicas para que a atuação governamental ocorresse nesse novo formato. Dentro do modelo proposto ao longo desse trabalho, resta a pergunta sobre qual o *valor governamental fundamental* está em jogo e qual a melhor forma de garantir e proteger esse valor por meio do desenho institucional mais adequado. Como na lógica econométrica, aqui também a descontinuidade repentina entre um paradigma regulatório anterior a 2008 e um posterior pode ajudar a descortinar as ideias e as justificativas jurídicas e econômicas por trás do complexo segmento da regulação financeira. Dentro desse contexto, também se identifica a continuidade do questionamento a respeito do papel do próprio Banco Central, órgão indispensável para o processo de supervisão e regulação do sistema financeiro de um país – ou de um continente.

B – Justificativas da independência

Em um primeiro momento, é importante apontar de maneira clara a legitimação possível para o padrão de independência regulatória. A introdução desse trabalho apresentou a relevância de encontrar-se em terreno seguro ao sugerir inovações jurídicas para além dos três poderes de Montesquieu⁵⁴. Então, qual o valor governamental a ser preservado nesse caso e por que se faz necessário protegê-lo dos outros poderes? Qual é o caso pela independência?

A justificativa por trás da independência de órgãos reguladores e do próprio Banco Central se constrói por um conjunto de razões. Um primeiro grupo de teóricos assegura que burocratas podem ser especialistas sem ideologia. Ou seja, é possível confiar a regulação a esses atores racionais que buscam tomar suas decisões circunscritos a uma lógica científica e não partidária. Um outro grupo apresenta o já citado argumento dos perniciosos incentivos políticos. Posto que burocratas independentes não precisam ganhar eleições, eles podem priorizar objetivos de longo prazo. Assim, torna-se possível evitar os problemas de

⁵⁴ ACKERMAN, Bruce – The New Separation of Powers – HARVARD LAW REVIEW;

inconsistência temporal gerados pelo ciclo político: o burocrata não vai desejar cair na armadilha de implementar políticas imediatistas com altos custos futuros.

Além da questão de melhores incentivos, burocratas com um conhecimento profundo de seu campo estão preparados para encontrar as ferramentas e soluções necessárias à prática da política regulatória. Não é difícil argumentar que alguns dos problemas mais importantes de regulação financeira possuem um grau de complexidade suficiente para que um político sem treinamento formal não os compreenda de modo completo. A literatura econômica trata dessa condição, representada tanto pelo arcabouço teórico microeconômico quanto pela evidência empírica. Modelos informacionais como o proposto por Banks e Weingast⁵⁵, por exemplo, chegam a sugerir que até mesmo o controle e auditoria por parte dos políticos em relação às agências fica comprometido pelo grau de tecnicidade dos assuntos tratados.

Para se debruçar sobre regulação, os burocratas precisam compartilhar um conhecimento a respeito do funcionamento dos mercados financeiros, dos diferentes modelos de negócios, dos mecanismos de controle e dos tipos possíveis de transação. Ao longo do tempo, a evolução da engenharia financeira vem tornando esses desafios cada vez maiores. Derivativos complexos, securitizações mais sofisticadas e novas transferências de risco tornam o trabalho do regulador mais difícil. Particularmente em tempos de extrema necessidade, é esperado que profissionais tenham o conhecimento para lidar com esses problemas e que possuam canais de comunicação diretos com os responsáveis pela prática financeira.

De fato, nos Estados Unidos historicamente a independência foi justificada pela necessidade de se promover a especialização dos reguladores. Em particular, a era do *New Deal* viu crescer uma opinião razoavelmente generalizada de que os políticos sozinhos não tinham a capacidade de lidar de maneira efetiva com todos os problemas que o país enfrentava naquele momento e, na verdade, poderiam acabar por torná-los ainda mais graves.⁵⁶ Essa visão permaneceu bastante forte até os anos 1960, quando as próprias agências começaram a ser mais profundamente questionadas pelos seus eventuais erros e problemas institucionais.

⁵⁵ Jeffrey S. Banks and Barry R. Weingast - *The Political Control of Bureaucracies under Asymmetric Information*

⁵⁶ Esse é um argumento visto em Marver H. Bernstein - *Regulating Business by Independent Commission* que já em 1955 trouxe essa visão histórica por trás da necessidade de independência regulatória.

Além disso, o avanço acadêmico e prático de correntes vinculadas ao Realismo Jurídico evidenciou as inconsistências na fronteira entre poder jurídico e poder político. Diferenças entre as competências puramente técnicas e as decisões políticas deixaram de possuir a mesma clareza de que outrora pareciam gozar.

Note-se de que modo os argumentos que servem à legitimação da independência de órgãos regulatórios são bastante similares aqueles vinculados à política monetária. A necessidade de conhecimento técnico unida à possibilidade de evitar a inconsistência intertemporal - com seus maus equilíbrios de longo prazo - formam um par de motivações comuns a essas instituições. Mas existem ainda outros elementos relevantes. A estabilidade nas decisões regulatórias é valiosa para os investidores. A crença de que o Estado não vai manipular as regras do jogo em benefício próprio em um dado horizonte de tempo cria o ambiente ideal para decisões de prazo mais longo. O desenho de um negócio pode ser condicionado ao cenário regulatório no qual ele está circunscrito.

Nesse sentido, é importante que haja algumas garantias aos agentes de que a estrutura regulatória não será alterada constantemente. Se mudanças bruscas forem tão frequentes quanto trocas de governo, haverá um desincentivo à realização de operações de prazo mais longo. Faz-se necessário, assim, um desenho institucional que garanta um compromisso do Estado com determinadas regras do jogo que vigorem para além do humor político do momento. Também nesse caso o paradigma de independência das agências contribui para a resolução do problema. O caráter científico e permanente da instância burocrática pode aliviar a preocupação dos possíveis custos advindos de trocas de governo. Isso é particularmente verdade para o caso do sistema financeiro, no qual a regulação cumpre um papel essencial em diversos processos de tomada de decisão. Em resumo, onde a continuidade é um fim em si mesmo, a independência possui um caso concreto a seu favor.

Além do aspecto temporal, agências independentes ajudam com a credibilidade de um possível tratamento horizontal entre companhias e agentes do sistema financeiro. Alianças políticas e *lobby* teoricamente teriam menor influência em órgãos não-eleitos. Assim, busca-se evitar que ganhos ou perdas políticas criem vantagens indevidas dentro do sistema. Um caso emblemático dessa abordagem mais isenta provisionada por um Banco Central independente se deu ao longo da própria crise de 2008. Em momentos de grande pânico do

mercado, o FED não hesitou em fornecer um elevado nível de assistência para instituições financeiras europeias, em particular para alguns bancos. É verdade que essas instituições eram de grande relevância para a estabilidade do sistema financeiro americano, mas dificilmente políticos sujeitos à pressão de eleitores teriam a mesma disposição para auxiliar bancos europeus. Afinal, uma das mais definitivas evidências apresentadas dentro da economia política mostra que onde não há ganhos eleitorais possíveis ou há probabilidade de perdas eleitorais, há também incentivo sensivelmente menor entre políticos para tomar a decisão, ainda que potencialmente maximizadora do ponto de vista social.

Conforme afirmam Bressman e Thompson⁵⁷ há ainda uma outra boa justificativa para a independência que ainda não foi suficientemente abordada pela Academia e vem se tornando cada vez mais relevante. Trata-se da habilidade das agências de se conectar com o setor privado. Essa necessidade também pode ser entendida como um tipo de expertise, especialmente no que tange às políticas do setor financeiro tais como regulações de valores mobiliários, interações com as bolsas, *clearings* e outros órgãos de caráter privado.

Nesse sentido, no caso dos Estados Unidos viu-se um incentivo à criação de órgãos de auto regulação, os chamados *Self-Regulatory organizations (SROs)*. O Brasil também possui familiaridade com esse tipo de interação regulatória. Aqui, destaca-se a importância da Anbima como personagem fundamental no mercado financeiro nacional. Nos Estados Unidos, as referências são os órgãos vinculados às próprias bolsas e a chamada *Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)*. Há alguns motivos pelos quais se acredita que esse tipo de interação é crucial para a saúde dos sistemas financeiros. Em primeiro lugar, a integração conduz a regulação a ser baseada em informações práticas e incentivos conhecidos pelos agentes. Em segundo lugar, informações geradas por outros motivos, ao longo dos processos operacionais, podem ser usadas com o propósito de desenvolver melhor regulação. Essa informação poderia ser difícil de coletar de modo totalmente segregado. Por fim, o princípio de auto regulação é uma maneira de concentrar os custos dessa função particular dentro da própria indústria, ao invés de externalizar esses custos para toda a sociedade.

⁵⁷ Lisa Schultz Bressman & Robert B. Thompson - The Future of Agency Independence p.614

Essa capacidade de dialogar com o setor privado também possui outras características interessantes. Não é difícil imaginar um conflito de interesse entre o SEC e os SROs (ou suas versões brasileiras). Mas a realidade é que o próprio SEC não pode implementar políticas de modo efetivo estando totalmente ausente a ação dos SROs.⁵⁸ E, no mesmo sentido, não é coerente que o SEC, por exemplo, possa colaborar plenamente com os SROs caso esse primeiro não esteja imune a um excesso de pressão política.

A teoria e a evidência empírica fornecem, portanto, um número significativo de evidências que apoiam a ideia de uma independência do campo regulatório em relação aos outros poderes. A justificação é pautada por argumentos técnicos, mas também por razões de preservação da saúde do sistema financeiro e, por isso mesmo, da própria Economia. Há razões suficientes para acreditar que independência gera boa regulação e, principalmente, boa implementação e controle dessa regulação.

C – A realidade após 2008 – Fatos e perspectivas

A seção anterior tratou de descrever argumentos já consolidados em favor da independência tanto do Banco Central quanto das agências reguladoras. A literatura econômica e também jurídica conhece os motivos que criam o caso pela independência. Em resumo, foram apresentadas as razões pelas quais faz-se necessário proteger esses órgãos da influência política e, em particular, de outros ramos do poder, incluindo o próprio Executivo. Em se tratando de política monetária ou de regulação financeira, existem motivos legítimos para advogar a favor da independência dos órgãos responsáveis, ora por razões de eficiência, ora pela própria virtude da continuidade.

Apesar da compreensão desses valores, foram muitos os autores que identificaram uma mudança de postura em relação ao caso pela independência na realidade após 2008.⁵⁹ Houve um crescente interesse do ramo legislativo pela atividade do Banco Central e também pela

⁵⁸ Lisa Schultz Bressman & Robert B. Thompson - The Future of Agency Independence p.615

⁵⁹ Ver, por exemplo: PRATES: The Changing Politics Of Central Banking: A Legal Perspective; Stavros Gadinis (2013); Lisa Schultz Bressman & Robert B. Thompson.

regulação financeira propriamente dita. O que pode justificar essa mudança na atitude frente a uma atividade com alto grau de tecnicidade e necessidade de expertise? Alguns autores identificaram que a ideia sobre o processo de desregulação como princípio fundador da crise foi responsável por esse retorno da regulação para as mãos do governo. Prates⁶⁰ apresenta como evidência dessa resposta o fato de a legislação para reagir à crise financeira ter sido concebida mediante uma passagem brusca da trajetória de *desregulação* para uma de *excesso de regulação*. O exemplo mais contundente dessa nova realidade se deu pela implementação do chamado *Dodd-Frank Act*. Esse documento que se tornou conhecido dos mercados financeiros conta com 848 páginas e a regulação a ele vinculada chega a se estender por cerca de 11.000 páginas.

Desse modo, o primeiro argumento fundamental sobre o novo papel do Legislativo na regulação está vinculado à sua capacidade intrínseca de criar leis. Afinal, se o problema inicial tinha suas raízes numa “escassez” de legislação, há um sentido intuitivo em trazer o Congresso de volta a fim de resolver esse problema por meio de novos textos e novas regras. Um segundo argumento está vinculado à economia política da crise. O Congresso está de volta à regulação simplesmente porque os problemas financeiros tornaram-se objeto da atenção da população. Ou seja, diante de uma crise - especialmente de uma crise severa como a de 2008 - tornou-se impossível que os políticos não pensassem em finanças. Foi necessário reagir às pressões de uma mídia que deu novo foco a esse tipo de problema e a um clamor de natureza popular para que alguma coisa fosse feita. Em princípio, o que o Congresso poderia fazer seria reagir por meio da ampliação de sua atribuição dentro do tema, ainda que essa atitude não fosse necessariamente a mais adequada para a resolução efetiva do problema. Conforme colocou a jurista Roberta Romano a respeito da situação de crise:

*“(...) When confronted with this question, the U.S. Congress has answered it reflexively by enacting legislation massively increasing the scope and scale of the regulation of business firms, and, especially, financial institutions and instruments, in a manner seemingly oblivious to the cost and consequences of its actions.”*⁶¹

⁶⁰ PRATES: The Changing Politics Of Central Banking: A Legal Perspective p.5

⁶¹ ROMANO, R. (2014). Regulating in the dark and a postscript assessment of the iron law of financial regulation. Hofstra Law Review, 43, 25-93 – p.1

Entre os juristas que se debruçaram sobre o processo de criação de leis como resposta à crise, nota-se a preocupação com a ineficácia e o excesso trazido por alguns desses pedaços de legislação. Uma resposta excessiva pode não ajudar ou ainda contribuir para trazer equilíbrios ruins no contexto de política monetária ou da prática financeira. Mais do que isso, faz-se necessário continuamente colocar a pergunta a respeito das diferenças e peculiaridades das instituições financeiras e de seus mercados - em relação a outros domínios regulatórios - que tornam a tarefa de controlá-los mais suscetível ao fracasso.

Apesar de todas essas dúvidas em relação à capacidade desse ramo do governo de lidar com os problemas financeiros, a realidade após 2008 caminhou para sua hipertrofia no paradigma regulatório. De fato, sempre foi natural que críticas surgissem ao modo de regulação após um pânico de mercado. Mas a dimensão do desapontamento de setores da sociedade após 2008 foi muito maior em sua amplitude e em sua vocalização.⁶² Aqui, as críticas deixaram de ser dirigidas a uma agência em particular ou a um determinado setor. De modo inédito, não se tentou identificar o problema em uma liderança ou em um determinado processo de tomado de decisão: os reguladores agora haviam falhado de modo coletivo, o problema passou a ser de toda uma classe.

Em conjunto com essa descrença em relação aos reguladores, a crise de 2008 também foi marcada por uma quebra de consenso em relação ao potencial do próprio mercado de se corrigir. Muitos dos bancos que colapsaram estavam entre as instituições mais sofisticadas e respeitadas do mundo. Sendo tão representativos desse mercado, por que não compreenderam o tamanho do risco envolvido em suas operações? A atitude esperada de respeito à saúde financeira e cuidado no processo de tomada de risco parecia ter sido substituída por uma atitude percebida como inconsequente por segmentos inteiros da sociedade. Essa descrença no mercado se mostrou intimamente vinculada à descrença nos reguladores. Afinal, esses últimos haviam sido também protagonistas dessa atitude de *laissez-faire*, comum antes de 2008, advogando pela liberdade dos mercados e uma atuação mais limitada do governo.

⁶² Stavros Gadinis, From Independence to Politics in Financial Regulation, 101 Cal. L. Rev. 327 (2013)

Outra razão importante envolvida na limitação do poder das agências independentes vem da ideia sobre a possibilidade de captação das agências por participantes do mercado financeiro. Acadêmicos há tempos já apontam para o possível problema de grupos de interesse envolvidos com regulação de utilizarem seus amplos recursos para trazer o setor a seu favor.⁶³ Além dos casos mais óbvios vinculados ao pagamento de propinas ou outros benefícios diretos, há também outro tipo de captação, mais sutil. Agências e participantes do mercado recrutam participantes com perfis similares. Parece existir uma convergência entre a visão de mundo e as perspectivas econômicas entre esses agentes. Além disso, a frequência no mesmo mercado de trabalho pode levar a conflitos de interesse em relação a possíveis vagas e possibilidades de remuneração futuras entre regulados e reguladores.

A crise de 2008 foi marcada por uma ampliação desse temor em função da responsabilidade de algumas figuras de grande importância do sistema financeiro. São emblemáticos os casos de Alan Greenspan e Hank Paulson, por exemplo, que atraíram a atenção do público no momento mais agudo da crise. Houve uma percepção pública de algum tipo de conluio. Mais do que isso, muitos críticos também salientaram o papel do *lobby* propriamente dito de participantes do mercado em relação aos reguladores. Todas essas razões fizeram parte de uma espécie de narrativa popular a respeito das principais causas dos problemas gerados pela crise financeira.

Apenas mencionada anteriormente nesse trabalho, foi a grande ampliação do interesse público pela regulação financeira que consistiu em um dos motivos fundamentais para o retorno desse tema ao governo. De fato, não era comum no período anterior à crise que houvesse um interesse público em relação a um tema árido como regulação financeira. Entretanto, em função da dimensão da crise de 2008 e da ampla cobertura que foi dada a uma série de eventos do mercado, a atenção geral foi renovada e um novo foco foi colocado sobre o sistema financeiro. A crise econômica foi percebida como a mais importante desde a Grande Depressão e gerou um impacto profundo na vida de cidadãos comuns. Como resultado da situação, muitos perderam o emprego e viram o preço de seus imóveis despencar. Além disso, a crise despertou nova atenção em função da maior participação do

⁶³ Stavros Gadinis, *From Independence to Politics in Financial Regulation*, 101 Cal. L. Rev. 327 (2013)

eleitorado no mercado de capitais em relação a crises precedentes.⁶⁴ A queda no mercado de ações acabou por prejudicar seriamente a poupança de muitos. Por fim, as iniciativas dramáticas do governo e os choques financeiros particularmente grandes transformaram eventos de mercado em manchetes recorrentes dos jornais. Eleitores passaram a prestar maior atenção na regulação como resultado da crise e os políticos desejosos de reeleição passaram a pensar em finanças.

Um último ponto a ser destacado sobre a mudança recente no paradigma regulatório diz respeito a uma atitude mais aberta por parte das próprias agências em relação ao envolvimento de oficiais do governo. Os reguladores, que em situações pregressas viam a interferência do governo como uma ameaça à sua independência, acomodaram de modo mais natural essa nova onda de intervenção. Essa disponibilidade para trabalhar junto aos políticos ao longo da crise acabou criando caminho para reformas subsequentes que reforçaram esse novo método conjunto. Esse foi um movimento observado não só nos Estados Unidos, mas também no Reino Unido e em outros países da Europa. Bressman e Thompson⁶⁵ descrevem cuidadosamente de que forma essa cooperação entre o FED e a Casa Branca, por exemplo, foi essencial para conferir legitimidade a determinados programas emergenciais implementados. Assim como no caso das OMTs, analisado anteriormente nesse trabalho, aqui também se apresenta a questão sobre a possibilidade de uma burocracia não eleita de implementar programas que vão muito além do escopo tradicional da política monetária ou da regulação financeira tradicional.

Mais uma vez, portanto, esse trabalho se debruça sobre a tensão fundamental entre legitimidade democrática e independência. A crise de 2008 colocou novos desafios e trouxe questionamentos às justificativas que serviam como fundamento canônico para a atuação livre tanto dos Bancos Centrais como para as agências reguladoras. Um novo ponto focal foi colocado sobre a regulação e a autonomia das agências, referência do passado, passou a ser questionada. Esse movimento, como foi visto, surgiu em função de um conjunto de particularidades da crise de 2008. Entre as justificativas tradicionais para a independência e os novos motivos para questioná-la, o fato é que o envolvimento do Legislativo cresceu em

⁶⁴ Como visto em Stavros Gadinis, *From Independence to Politics in Financial Regulation*, 101 *Cal. L. Rev.* 327 (2013) p.350

⁶⁵ Lisa Schultz Bressman & Robert B. Thompson - *The Future of Agency Independence*

economias cuja independência já é um fato historicamente bem ancorado. Prates⁶⁶ nota que, apesar de essa nova realidade ter o potencial de aumentar a *accountability* do processo e de evitar que a delegação crie um vazio de responsabilidade, ela também cria novos riscos. Legisladores, muitas vezes, respondem ao questionamento de seus eleitores com a produção excessiva de regras no menor tempo possível, seguindo a lógica de um ciclo eleitoral em nada vinculado à necessidade laboriosa da prática regulatória.

Ainda nesse contexto, é interessante o passo que Roberta Romano dá a fim de explicar as razões por trás dessas peculiaridades e dessa dificuldade do Legislativo de adotar o caminho correto no que tange à regulação financeira. Em seu artigo supracitado⁶⁷, a jurista argumenta que a raiz do problema não está propriamente na falta de conhecimento dos congressistas a respeito de produtos e mercados complexos. Afinal, a crise financeira de 2008 mostrou que mesmo agências regulatórias que possuíam a experiência e o conhecimento necessário falharam em sua atribuição de trazer estabilidade ao sistema como um todo. Regras internacionais e buscas anteriores de harmonização de requerimentos de capital, por exemplo, não foram suficientes para prevenir riscos que eram verdadeiramente sistêmicos. Segundo a autora, é o ambiente extremamente dinâmico em que operam as firmas - constantemente preenchido de elementos desconhecidos - que transforma conhecimentos no estado da arte em conhecimentos obsoletos com grande rapidez.

Nesse cenário, congressistas incorrem em um risco maior de criar as leis olhando de modo retrospectivo para os problemas. Assim, o processo legislativo fica comprometido ao se debruçar sobre problemas que dizem respeito a um tempo passado quando, na verdade, os problemas a serem combatidos no futuro já são outros. Dessa maneira, a única forma possível de tentar lidar com essa situação seria por meio de uma combinação pensada entre a legitimidade possível do congresso e a expertise renovada de especialistas independentes. Juntos, faz-se necessária a criação de legislação que deve ser por definição experimental, em função do caráter sempre renovado do sistema financeiro.

⁶⁶ PRATES: The Changing Politics of Central Banking: A Legal Perspective p. 6

⁶⁷ ROMANO, R. (2014). Regulating in the dark and a postscript assessment of the iron law of financial regulation. Hofstra Law Review, 43, 25-93

Fundamentalmente, o desafio da regulação ainda não está resolvido. Não basta atribuir à falta de sorte o fato que nem mesmo as agências independentes atingiram uma solução completa para os riscos envolvidos na lógica do mercado. A verdade é que, mesmo entre especialistas, não há um grau satisfatório de confiança a respeito de decisões importantes⁶⁸, como provaram alguns dos acontecimentos ao longo da crise de 2008. Mas ao agir para criar legislação como reação imediata a uma crise financeira, congressistas acabam trabalhando de modo mais apressado exatamente quando é necessário agir de modo mais cuidadoso. O atrito e a assimetria de informação nos períodos que sucedem à crise são ainda maiores do que em tempos de normalidade, tornando a tarefa de legislar mais arriscada.

É nesse sentido que se torna fundamental criar algumas condições para que não prospere apenas legislação ruim como reação à crise. Além de lidar com os problemas acima referidos, é importante evitar uma seleção adversa de regulação em função de problemas informacionais. Alternativas para atingir esse objetivo podem envolver estruturas que permitam, por exemplo, incorporar novas informações ao processo de tomada de decisão quando essas forem surgindo e se consolidando. Ou ainda, como propõe Romano, o estabelecimento de *sunset clauses* que garantam que a regulação será revisitada após um período fixo posterior à sua implementação.

Todas essas são considerações que caminham para o mesmo objetivo: flexibilizar a estrutura legislativa a fim de que ela seja adaptável ao constante ciclo de mudanças que é a realidade do sistema financeiro. A condução desse trabalho mostrou que existem justificativas sólidas para a manutenção de um paradigma regulatório que realce o papel da independência em suas instituições. Ao mesmo tempo, ficou evidente que existe uma vontade política de democratizar e atribuir mais transparência dentro da regulação financeira. Aqui, o *valor fundamental* discutido é a saúde da economia, com suas implicações de bem-estar e a solidez das instituições, com suas implicações políticas. Para adaptar *accountability* e a virtude da continuidade trazida pela independência regulatória, é importante conceber um projeto legislativo renovado que leve em conta a necessidade de flexibilização. Entre as justificativas tradicionais da independência e os novos desafios após 2008, parece que a síntese possível

⁶⁸ ROMANO, R. (2014). Regulating in the dark and a postscript assessment of the iron law of financial regulation. *Hofstra Law Review*, 43, 25-93 p.11

se encontra na concepção de regras do jogo que sejam ao mesmo tempo justas e flexíveis. Regras que possam conferir continuidade e planejamento de longo prazo sem uma excessiva imobilidade que deixe de acompanhar as inovações de um setor financeiro permanentemente em mutação.

IV.

Conclusão

A apresentação e o desenvolvimento dos casos propostos por esse trabalho servem à discussão corrente sobre o papel e a legitimidade dos Bancos Centrais e das agências reguladoras ao redor do mundo. Em particular, buscou-se entender melhor os valores que estão por trás do conceito de independência desses órgãos, assunto de extrema relevância em função de suas consequências econômicas e também políticas. Discutiui-se, em um primeiro momento, os casos tradicionais pela independência e a importância desse conceito à luz dos fundamentos da teoria econômica e da evidência empírica. Por outro lado, também foi apresentada a necessidade de conciliar o desejo de eficiência com a legitimidade jurídica e a própria Democracia.

Em linha com a discussão iniciada pelo jurista Bruce Ackerman em dois de seus trabalhos, buscou-se desnaturalizar os conceitos de independência, apresentando suas possíveis limitações. Foi destacada a importância de se encontrar em território seguro na hora de sugerir inovações jurídicas para além dos chamados três poderes de Montesquieu. Nesse sentido, o tempo presente mostrou-se rico em casos para uma análise mais profunda nessa interação entre Economia e Direito. O mundo após a crise de 2008 fornece os elementos ideais para pensar questões de eficiência e as possíveis limitações do escopo de atuação dos órgãos que contam com independência em relação ao Executivo e ao Legislativo.

A decisão da corte constitucional alemã em relação às chamadas *Outright Monetary Transactions* descortinou uma série de conceitos importantes para entender o atrito que a ideia de independência pode causar. A tradição ordo-liberal da corte em Karlsruhe entrou em conflito com o estabelecimento de uma nova *raison d'État* por parte do Banco Central Europeu. Essa disputa mostrou que ainda não há consenso sobre o verdadeiro papel da autoridade monetária e o escopo possível de sua atuação. Na fronteira entre política econômica e política monetária, notou-se banqueiro central de um lado e uma corte constitucional de outro, cada um defendendo a sua própria ideia do que seria um valor governamental fundamental a ser preservado e quais instrumentos estão à disposição do

Banco Central para levar seus objetivos a frente. No mundo de políticas monetárias não convencionais, o conforto da independência não está mais garantido.

A obra recente de um conjunto de juristas foi abordada e utilizada na discussão sobre a legitimidade e o valor da decisão da corte alemã em relação às OMTs. A abordagem histórica em conjunto com o ferramental econômico permitiu o questionamento de um possível viés ideológico na decisão da corte em Karlsruhe. O excessivo foco em questões de *moral hazard* e a descrença na possibilidade de equilíbrios sub-ótimos de mercado evidenciaram as fraturas de uma corte numericamente dividida. O entendimento que as OMTs não trabalham contra o mandato do Banco Central Europeu veio da noção de que a preocupação com o nível de preços é a carta trunfo (*trumps*) da política monetária e do fato que a medida não possuía caráter intrinsecamente inflacionista. Abordou-se a questão da proporcionalidade e a importância de uma criação de consenso a nível europeu em relação à causa final de sua união monetária e aos custos econômicos e jurídicos de defendê-la.

Foi com a mesma intenção de compreender os fundamentos e os limites do conceito de independência que se desenvolveu o segundo caso apresentado: o paradigma regulatório das agências independentes e os seus questionamentos no mundo pós 2008. Foram desenvolvidos os argumentos mais tradicionais de justificativa para a independência em conjunto com outros de natureza mais recente. Ficou evidente a importância desse conceito para as expectativas dos participantes do mercado. Os pontos de encontro entre a necessidade de independência para a boa condução da política monetária e para a boa prática regulatória ajudam a costurar a ideia de autonomia e sua relevância jurídica.

Por outro lado, apresentou-se a nova realidade de ampliação da atuação política no campo da regulação financeira. Não são poucos os motivos que conduziram a esse novo momento. As peculiaridades da crise de 2008 e seu caráter totalizante refletiram-se em uma descrença nos reguladores como classe. A reação do Legislativo, nesse caso - apesar de poder representar uma possível ampliação do caráter democrático das decisões - deve ser feita com cautela. Muitos dos resultados de reação à crise acabaram consistindo em excesso de regulação conduzida às pressas. O natural agravamento do problema de informação assimétrica pode conduzir à seleção adversa de regulação se essa for concebida apenas de modo reativo.

O desafio de criar e implementar boas regras do jogo vem com a conciliação entre independência e legitimidade. Conforme colocado na introdução desse trabalho, novas garrafas deverão ser pensadas para os novos vinhos que surgem ao longo do tempo. Ao tratar de política monetária e do sistema financeiro, é preciso manter clara a necessidade de uma flexibilidade que permita incorporar o fluxo de informações e novidades corrente. A união entre legitimidade, eficiência e solidez continua a ser o desafio compartilhado de reguladores e regulados bem como de atores da política monetária e da sociedade civil como um todo.

Referências

- PRATES: The Changing Politics Of Central Banking: A Legal Perspective;
- WILKINSON, Michael A. – Economic Messianism and Constitutional Power in a German Europe;
- FRANCO, Gustavo - Balanço e perspectivas do aperfeiçoamento institucional da moeda;
- FRANCO, Gustavo - Uma longa adolescência – Fases da história monetária brasileira;
- ROMANO, R. (2014). Regulating in the dark and a postscript assessment of the iron law of financial regulation. *Hofstra Law Review*, 43, 25-93;
- ACKERMAN, Bruce - Good-bye Montesquieu;
- ROGOFF, Kenneth - The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target;
- ACKERMAN, Bruce – The New Separation of Powers – *HARVARD LAW REVIEW*;
- DAHAN, FUCHS, LAYUS - Whatever it Takes? Regarding the OMT Ruling of the German Federal Constitutional Court - *Journal of International Economic Law*, 2014, Forthcoming;
- TAYLOR, John B. The effectiveness of Central Bank Independence vs. Policy Rules;
- BRUMMER, C. How international financial law works (and how it doesn't);
- MARKWADT, HIELSCHER - The role of political institutions for the effectiveness of central bank independence;
- DALLARI, Dalmo. Elementos de Teoria Geral do Estado;
- CROWE, MEADE – The Evolution of Central Bank Governance around the World;
- Carsten Gerner-Beuerle, Esin Küçük, & Edmund Schuster - Law Meets Economics in the German Federal Constitutional Court: Outright Monetary Transactions on Trial
- Franz C. Mayer - Rebels Without a Cause? A Critical Analysis of the German Constitutional Court's OMT Reference
- Stavros Gadinis, From Independence to Politics in Financial Regulation, 101 *Cal. L. Rev.* 327 (2013)

Steven Seelig and Alicia Novoa - Governance Practices at Financial Regulatory and Supervisory Agencies - WP/09/135

Marc Quintyn & Michael W. Taylor - Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability

Lisa Schultz Bressman & Robert B. Thompson - The Future of Agency Independence

Steven G. Calabresit and Saikrishna B. Prakash - The President's Power To Execute the Laws

Marver H. Bernstein - Regulating Business by Independent Commission

Tarullo, D. (2014). International cooperation in central banking. *Cornell International Law Journal*

Lockwood, E. (2016). *The Global Politics of Central Banking: A View from Political Science*. Ithaca, NY: Cornell University Changing Politics of Central Banking Project.

Lastra, R. M. & Miller, G. P. (2001). Central bank independence in ordinary and extraordinary times.

Gadinis, S.- The Financial Stability Board: The new politics of international financial regulation. *Texas International Law Journal*

Barr, M. S. (2015). Comment: Accountability and independence in financial regulation: checks and balances, public engagement, and other innovations. *Law and Contemporary Problems*

