

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**GUSTAVO DE CARVALHO MACHADO**

**UMA REVISÃO DA TEORIA E EVIDÊNCIA SOBRE  
AUTONOMIA DOS BANCOS CENTRAIS: HÁ  
GANHOS DE EFICIÊNCIA PARA A POLÍTICA  
MONETÁRIA?**

**Vitória - Espírito Santo  
Setembro de 2023**

GUSTAVO DE CARVALHO MACHADO

**UMA REVISÃO DA TEORIA E EVIDÊNCIA  
SOBRE AUTONOMIA DOS BANCOS  
CENTRAIS: HÁ GANHOS DE EFICIÊNCIA  
PARA A POLÍTICA MONETÁRIA?**

Esta Dissertação foi elaborada como requisito para a obtenção do grau de Mestre no Programa de Pós-Graduação em Economia (PPGEco) da Universidade Federal do Espírito Santo. Orientador: Ricardo Ramalhete Moreira

Ficha catalográfica disponibilizada pelo Sistema Integrado de Bibliotecas - SIBI/UFES e elaborada pelo autor

---

M149r Machado, Gustavo de Carvalho, 1985-  
UMA REVISÃO DA TEORIA E EVIDÊNCIA SOBRE AUTONOMIA DOS BANCOS CENTRAIS: HÁ GANHOS DE EFICIÊNCIA PARA A POLÍTICA MONETÁRIA? / Gustavo de Carvalho Machado. - 2023.  
76 f. : il.

Orientador: Ricardo Ramalhete Moreira.  
Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas.

1. Economia. 2. Macroeconomia. 3. História Econômica. 4. Política Monetária. I. Ramalhete Moreira, Ricardo. II. Universidade Federal do Espírito Santo. Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas. III. Título.

CDU: 330

---


**GUSTAVO DE CARVALHO MACHADO**

**UMA REVISÃO DA TEORIA E EVIDÊNCIA SOBRE AUTONOMIA  
DOS BANCOS CENTRAIS: HÁ GANHOS DE EFICIÊNCIA PARA  
A POLÍTICA MONETÁRIA?**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Economia da Universidade Federal do Espírito Santo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Vitória, 13 de dezembro de 2023.


**COMISSÃO EXAMINADORA**

Documento assinado digitalmente  
 **RICARDO RAMALHETE MOREIRA**  
Data: 13/12/2023 13:51:46-0300  
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

---


Prof. Dr. Ricardo Ramalhete Moreira  
Universidade Federal do Espírito

Orientador

Documento assinado digitalmente  
 **ALEXANDRE OTTONI TEATINI SALLES**  
Data: 15/12/2023 11:29:00-0300  
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

---

Prof. Dr. Alexandre Ottoni Teatini Salles  
Universidade Federal do Espírito Santo

Documento assinado digitalmente  
 **PEDRO CELSO RODRIGUES FONSECA**  
Data: 15/12/2023 11:11:28-0300  
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

---

Dr. Pedro Celso Rodrigues Fonseca  
ANTAQ - Doutor em Economia pela UnB

**O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES).**

**This study was financed in part by the Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES)**

## RESUMO

A autonomia dos bancos centrais é uma questão de grande relevância, tanto no âmbito teórico quanto na prática da política monetária. Este estudo concentra-se na análise das teorias que abordam a autonomia dos bancos centrais e suas implicações nas políticas monetárias, com ênfase na estabilidade de preços. A teoria da autonomia dos bancos centrais ganhou destaque na década de 1990 como uma forma de reduzir o intervencionismo estatal na economia e buscar maior estabilidade de preços. No entanto, estudos subsequentes, especialmente após a crise do subprime, revelaram uma imagem mais complexa e heterogênea, desafiando os pressupostos originais. Nesta pesquisa, examinaremos o tema da autonomia dos bancos centrais, analisando trabalhos teóricos e empíricos, tanto em nível internacional quanto no contexto brasileiro. Exploraremos o debate acadêmico e como a autonomia buscou se institucionalizar no Brasil. O objetivo é compreender as complexas interações entre a autonomia dos bancos centrais e a estabilidade de preços na economia. Palavras chave: Banco Central, Autonomia, Independência, Inflação.

## ABSTRACT

The autonomy of central banks is a matter of great relevance, both in theoretical and practical aspects of monetary policy. This study focuses on the analysis of theories addressing the autonomy of central banks and its implications for monetary policies, with an emphasis on price stability. The theory of central bank autonomy gained prominence in the 1990s as a means to reduce state intervention in the economy and seek greater price stability. However, subsequent studies, especially following the subprime crisis, revealed a more complex and heterogeneous picture, challenging the original assumptions. In this research, we will examine the topic of central bank autonomy, analyzing both theoretical and empirical works, both internationally and in the Brazilian context. We will explore the academic debate and how autonomy sought institutionalization in Brazil. The aim is to understand the intricate interactions between central bank autonomy and price stability in the economy. Keywords: Central Bank, Autonomy, Independence, Inflation.

## SUMÁRIO

Introdução	2
Capítulo I	6
1.1 Escopo Teórico	6
1.2 As bases teóricas do Banco Central	6
1.3 Política Monetária: Entre Regras e Discricção	8
1.4 A autonomia dos Bancos Centrais: Fundamentos e Implicações	16
1.5 Considerações Finais	20
Capítulo II	22
2.1 Revisão de Literatura	22
2.2 Perspectivas da Autonomia do Banco Central Após a Crise do <i>Subprime</i>	36
2.3 Considerações finais	47
Capítulo III - O cenário brasileiro: desafios e peculiaridades na institucionalização da autonomia do BC.	
3.1 Introdução	51
3.2 Independência ou Autonomia	52
3.3 O histórico brasileiro e a formalização tardia da autonomia	53
3.4 Considerações Finais	63
Capítulo IV	
Conclusão	64
Referências	65

## INTRODUÇÃO

A temática da autonomia dos bancos centrais emerge como um tema de suprema relevância tanto no âmbito teórico quanto na prática da política monetária. No contexto da crescente globalização financeira e da infindável inquietação concernente à estabilidade dos mercados, a discussão em torno da independência das instituições bancárias centrais alcançou notável destaque nas páginas da literatura econômica e nas arenas políticas de todo o mundo. A adoção de regimes calcados em metas de inflação e a incessante busca por um ambiente financeiro mais sólido têm intensificado, de maneira significativa, a imperatividade de uma compreensão abalizada acerca do papel desempenhado pelos bancos centrais, assim como sua habilidade intrínseca de operar de forma autônoma, resguardando-se das influências políticas e de outros interesses que possam conflitar com o seu desiderato.

Desta forma, conforme salienta Arnone *et al* (2005) os resultados da inflação refletem as políticas monetárias e fiscais reais, o ambiente externo e as atitudes gerais dos formuladores de políticas em relação à inflação, que podem, ou não, estar refletidas nas leis que regem as estruturas do banco central. Assim, o propósito central deste estudo reside na minuciosa análise do discurso referente à autonomia dos bancos centrais, e dos principais trabalhos já realizados acerca do tema. E, por conseguinte, suas consequências sobre as políticas monetárias, com ênfase notória na capacidade de estabilização dos índices de preços. O presente trabalho se pauta na realização de uma revisão da literatura já disponível sobre o tema, buscando assim aprofundar a compreensão das questões subjacentes.

Ainda, segundo Arnone *et al* (2005) é notável que a maioria das instituições bancárias centrais, em âmbito global, tenha se visto compelida a incorporar a manutenção da estabilidade dos preços como um dos imperativos primordiais de sua política monetária. Adicionalmente, essas entidades gozam da prerrogativa de estabelecer as taxas de juros sem restrições coercitivas e, em muitos casos, não estão sujeitas à obrigação de fornecer, de modo automático, financiamento direto ao governo. Essas tendências, por si só, refletem o que pode ser depreendido como uma concepção amplamente compartilhada, ou mesmo consensual, acerca da autonomia conferida aos bancos centrais pelos agentes formuladores de

políticas. Entretanto, à revelia das concepções teóricas predominantes acerca da independência das instituições financeiras centrais, observa-se que diversos bancos centrais, notadamente aqueles situados em mercados emergentes e países em desenvolvimento, mas também em algumas economias mais estruturadas, têm preservado suas incumbências no que tange à supervisão do setor financeiro.

A teoria da independência do banco central, emergindo, com maior voluptuosidade, no cenário acadêmico e político na década de 1990, figurou como uma proposta contemporânea na condução da política monetária, visando a redução do intervencionismo estatal na economia e concomitantemente buscando uma maior estabilidade de preços. Os estudos empíricos inaugurais lançaram luz sobre uma relação inversa de destaque: quanto maior o grau de independência do banco central, menor o nível de inflação, confirmando, assim, os pressupostos teóricos que embasaram a formulação desta teoria. A comunidade econômica e os agentes políticos viram na autonomia do banco central um meio eficaz para ancorar as expectativas inflacionárias e alcançar uma estabilidade de preços duradoura.

Entretanto, subsequentes pesquisas e análises conduziram a um panorama mais complexo e heterogêneo. Questões surgiram, à medida que levantamentos posteriores não somente questionaram, mas também desafiaram os alicerces da teoria da autonomia do banco central. Emerge um cenário onde uma série de nuances e contradições se fazem presentes, incitando revisões e novas interpretações da teoria. As investigações adicionais geraram dúvidas significativas quanto à relação entre independência e estabilidade de preços, provocando uma revisão crítica do paradigma que havia sido inicialmente estabelecido. Esta evolução do pensamento acadêmico e político em torno da autonomia do banco central destaca a complexidade intrínseca das questões econômicas e a necessidade de uma análise contínua e perspicaz para entender o papel efetivo das instituições financeiras centrais nas economias modernas.

Destarte, o trabalho pretende responder a perguntas fundamentais, no que tange ao estudo da autonomia dos Bancos Centrais trazendo elementos dos principais trabalhos empíricos e teóricos já realizados sobre o tema, no âmbito internacional, bem como se deu a institucionalização da autonomia no âmbito brasileiro. A metodologia adotada, para nortear a pesquisa, consiste em uma revisão sistemática da literatura sobre a autonomia dos Banco centrais. A análise da literatura foi realizada por meio da seleção de trabalhos que abordam o período pré

e pós-crise do subprime, considerando a crise como um divisor de águas para a investigação proposta. Como salienta, Masciandaro e Romelli (2015) até a crise de 2008, novos desafios foram colocados para os modelos modernos de bancos centrais, nos quais a política monetária é conduzida por um banco central autônomo que segue uma abordagem baseada em regras de taxa de juros para estabilizar a inflação e as lacunas na produção. Contudo, após a crise do *subprime*, um número significativo de reformas esteve em curso, que dizem respeito, em particular, ao papel do banco central na estrutura de supervisão.

Agora, ao direcionar o enfoque ao cerne desta pesquisa, emerge a necessidade iminente de elaborar as indagações fundamentais que guiarão a investigação. Estas indagações constituem o ponto de partida crucial para a análise crítica que se desdobrará adiante, proporcionando a oportunidade de aprofundar nossa compreensão das intrincadas interações entre a autonomia dos Bancos Centrais e a estabilidade de preços dentro de uma economia. Existem ganhos de eficiência resultantes de uma maior autonomia dos bancos centrais? Como esse debate se desenvolveu no meio científico e político? Existe um consenso ou viés predominante sobre os efeitos das regras dos bancos centrais nos resultados das políticas monetárias que buscam controlar a inflação?

A hipótese inicial desta pesquisa é que a maior autonomia de um banco central pode gerar maior eficiência nas políticas monetárias reduzindo assim o viés inflacionário. No entanto, é importante considerar os possíveis *trade-offs*, como a falta de *accountability* democrática e a possibilidade de o banco central adotar políticas que não reflitam os interesses da sociedade como um todo.

A organização e estrutura desta dissertação serão delineadas de forma a conduzir a análise de maneira rigorosa e abrangente. O percurso investigativo é dividido em capítulos distintos, cada um com uma finalidade claramente definida. No primeiro capítulo, em consonância com os princípios metodológicos estabelecidos, empreenderemos uma incursão pelo escopo teórico subjacente à autonomia dos bancos centrais, contextualizando este tema por meio de uma exploração abrangente dos principais trabalhos acadêmicos e debates históricos que moldaram essa esfera de conhecimento. Este capítulo, que constitui o alicerce conceitual desta dissertação, não apenas atentarà os fundamentos teóricos que sustentam a discussão sobre a autonomia das instituições financeiras centrais, mas também esclarecerà sua relevância intrínseca na formulação e na subsequente

implementação das políticas monetárias.

O segundo capítulo trará uma revisão abrangente da literatura existente, onde se empreenderá uma análise detalhada dos trabalhos que precederam e sucederam a crise do subprime. A crise financeira do subprime, que eclodiu no final da década de 2000, revelou-se um verdadeiro divisor de águas na discussão sobre a autonomia dos bancos centrais e suas implicações na estabilidade macroeconômica. Nesse contexto, este capítulo propõe mapear o panorama evolutivo das teorias e argumentações que permeiam a autonomia das instituições financeiras centrais, identificando as principais mudanças e desafios que surgiram como resultado dessa crise paradigmática. Através de uma análise crítica e contextualizada dos estudos anteriores e posteriores à crise, busca-se compreender como as visões e percepções sobre a autonomia dos bancos centrais foram impactadas e redefinidas por este marco histórico.

O terceiro capítulo desta dissertação representará uma etapa crucial da investigação, focalizando a questão da institucionalização da autonomia dos bancos centrais, com um enfoque particular no caso do Brasil. Esta seção desdobrará as complexas nuances e desafios associados à concretização da autonomia das instituições financeiras centrais, destacando o contexto e as peculiaridades que cercam o cenário brasileiro. Ao explorar o processo de institucionalização da independência dos bancos centrais, serão examinadas as leis e regulamentos que moldaram esse processo no Brasil e, ao mesmo tempo, identificar as variáveis políticas, econômicas e sociais que influenciaram a trajetória desse desenvolvimento.

Concluindo, será delineado o caminho que será trilhado nesta dissertação, abordando a relevância da autonomia dos bancos centrais, a estrutura metodológica adotada e os principais capítulos que comporão nosso estudo. Esta pesquisa visa contribuir significativamente para a compreensão das dinâmicas complexas e multifacetadas que envolvem a independência das instituições financeiras centrais e seu impacto nas políticas monetárias e na estabilidade econômica, tanto em nível global quanto no contexto específico do Brasil.

## **CAPÍTULO I**

### **1.1 ESCOPO TEÓRICO**

O escopo teórico desta dissertação constitui um exame aprofundado na complexa interseção entre a autonomia dos bancos centrais e os potenciais ganhos de eficiência associados a essa independência. A pesquisa busca esclarecer as implicações fundamentais dessa autonomia, indagando se, de fato, a capacidade dos bancos centrais de operar com maior independência resulta em melhorias significativas na eficácia das políticas monetárias e, conseqüentemente, na estabilidade de preços. À medida em que são exploradas teorias econômicas, análises empíricas e experiências práticas, esta dissertação se propõe a contribuir para um entendimento mais abrangente e informado sobre a relação intrincada entre a autonomia dos bancos centrais e os resultados macroeconômicos, em especial as taxas inflacionárias.

### **1.2 As bases teóricas do Banco Central**

De acordo com a teoria econômica, o Banco Central é uma instituição financeira responsável por conduzir a política monetária de um país, controlando a oferta de moeda e regulando o sistema financeiro. Friedman (1968) o definiu como uma instituição pública que administra a oferta de moeda do país e a taxa de juros de curto prazo, com o objetivo de promover o pleno emprego e a estabilidade de preços. Já para Bernanke (1983), o banco central é uma instituição independente do governo que tem como principal objetivo a estabilidade macroeconômica, controlando a oferta de moeda e a taxa de juros.

É difícil pensar em uma política econômica mais importante do que a política monetária. O banco central controla a oferta de dinheiro, e a oferta de dinheiro, por sua vez, afeta a economia em todos os níveis, desde o nível mais elevado de atividade econômica até o nível mais baixo de preços individuais. A política monetária tem sido a principal responsável por grandes depressões do passado, como a Grande Depressão dos anos 1930, e por períodos de inflação alta e instabilidade econômica em muitos países. Para uma economia moderna, o banco central é de importância crítica. (Friedman, 1983, p.31)

Conforme Paul Volcker, que foi presidente do Federal Reserve dos Estados Unidos entre 1979 e 1987, o banco central deve ser uma instituição independente responsável pela manutenção da estabilidade monetária da nação. Ele acreditava que a principal missão do banco central é controlar a inflação e manter o poder de compra da moeda. Para Volcker, a independência do banco central é crucial para garantir a efetividade da política monetária, pois permitia que a instituição tomasse decisões sem pressões políticas de curto prazo. Mankiw (2018), sugere que o banco central representa a autoridade monetária de um país, responsável por conduzir a política monetária e manter a estabilidade financeira. Suas atribuições incluem emitir a moeda nacional, regular a oferta de moeda e das taxas de juros, supervisionar e fiscalizar o sistema financeiro, além de administrar as reservas internacionais.

Até os anos 1980, a maioria dos bancos centrais funcionava como uma repartição do Ministério das Finanças. Eles eram vinculados ao governo e, em sua grande maioria, possuíam pouca autonomia. Baseados em suas leis nacionais ou costumes, confiava-se que os bancos centrais utilizassem seus instrumentos para atingir uma gama de objetivos que iam desde alcançar níveis elevados de crescimento e emprego até solucionar eventuais impasses no balanço de pagamentos. Esperava-se também que os bancos centrais propusessem mecanismos que garantissem a estabilidade financeira e o controle dos níveis de preços. Concomitante ao cenário de inúmeras atribuições, a teoria econômica, influenciada pela teoria keynesiana, que acreditava que um certo nível de inflação proporcionava crescimento econômico, não atribuía a devida importância à temática da independência do banco central.

Cukierman (2006) aponta que embora houvesse alguns bancos que apresentavam um certo grau de independência legal ou estatutária, sua verdadeira autonomia costumava ser consideravelmente menor do que a prescrita por lei, especialmente nos países em desenvolvimento onde o poder executivo possuía, no geral, elevado grau de influência nas decisões sobre política monetária. Com poucas exceções, os bancos centrais não possuíam independência de instrumentos e a responsabilidade pela estabilidade de preços ficava a cargo do Ministério das Finanças e outras instâncias econômicas ligadas diretamente ao governo.

Ao debater a autonomia do banco central, a discussão adquire uma nova

dimensão. A autonomia se refere à capacidade do banco central de tomar decisões independentes, sem interferência política ou pressões externas, para atingir metas econômicas, como a estabilidade de preços. Salientando, que essencialmente, o papel do banco central é primeiramente a garantia da estabilidade financeira da nação. E, em seguida, o objetivo da estabilidade monetária. Nesse contexto, a discussão sobre regras versus discricção é fundamental para entender como determinar quanta independência deve ser concedida ao banco central na tomada de decisões.

Assim, antes de adentrar ao debate acerca da autonomia dos bancos centrais é necessário explorar a discussão seminal entre regras e discricionabilidade, ou discricção, que antecede o debate relacionado à autonomia. A discussão gira em torno da forma como as políticas econômicas devem ser conduzidas e as ferramentas que os bancos centrais têm à disposição para atingir seus objetivos.

### **1.3 Política Monetária: Entre Regras e Discricção**

A autonomia dos bancos centrais tem sido um tema de grande relevância e interesse para os debates acadêmicos e políticos relacionados à suas funções e tomada de decisões relacionadas à política monetária. A questão central envolve a análise dos potenciais ganhos de eficiência associados à concessão de autonomia aos bancos centrais ao desempenhar suas funções e tomar decisões. No contexto supracitado, a autonomia dos bancos centrais refere-se à capacidade dessas instituições de atuarem de forma independente, com grau de liberdade para definir e implementar a política monetária sem interferências políticas a curto prazo. Embora seja amplamente aceito que a autonomia dos bancos centrais possa fornecer benefícios substanciais, há também argumentos contrários que destacam possíveis desvantagens decorrentes de sua independência excessiva.

Existem várias teorias, conceitos e perspectivas teóricas relacionadas à autonomia do banco central. No entanto, a teoria econômica sugere que a autonomia dos bancos centrais está associada a uma melhor condução da política monetária, uma vez que permite a adoção de medidas consistentes e orientadas para a estabilidade de preços, reduzindo a influência política sobre as decisões monetárias, evitando pressões de curto prazo e comportamentos oportunistas.

Além disso, acredita-se que possa fortalecer a credibilidade do bancocentral e aumentar a confiança dos agentes econômicos, facilitando o alcance dos objetivos macroeconômicos. Na busca por compreender a relação entre autonomia dos bancos centrais e eficiência na política monetária, é necessário explorar as discussões em torno de regras e discricionariedade, tema que precede o debate acerca da autonomia do banco central. Diversos autores, como Simons (1936), Dworkin (1961), Kydland & Prescott (1977), dentre outros, se dedicaram a analisar os benefícios e as limitações dessas abordagens no contexto dos bancos centrais, fornecendo *insights* valiosos para compreender as estratégias adotadas por essas instituições. Ao examinar as perspectivas teóricas e as evidências empíricas relacionadas à autonomia, é possível identificar as contribuições de importantes economistas que enriqueceram o debate e forneceram fundamentos sólidos para a análise dos trabalhos subsequentes.

Henry Simons (1936) já trazia à tona o debate acerca dos problemas monetários e como uma estrutura baseada em regras bem definidas era uma condição essencial para o sucesso da aplicação de políticas monetárias. Simons defendia a adoção de regras claras e bem definidas para orientar a política monetária, em contraposição à discricionariedade dos formuladores de políticas, que poderia levar a resultados imprevisíveis e inconsistentes. Segundo o autor, a adoção de regras claras permitiria que a política monetária alcançasse seus objetivos de maneira mais eficaz e previsível, evitando erros e incertezas que poderiam impactar negativamente a economia. O trabalho de Simons foi um importante marco na história do debate sobre a escolha entre políticas baseadas em regras ou em discricionariedade na condução da política monetária.

No entanto, somente na década de 1980 que a discussão assumiu contornos mais rigorosos e começou a influenciar os formuladores de política monetária em todo o mundo. Antes disso, acreditava-se que regimes discricionários - em que não há restrições formais à atuação dos formuladores de política - poderiam possuir qualquer qualidade que um regime de regras pudesse alcançar. Todavia, evidentemente, o debate persiste até os dias atuais.

Concomitante às transformações que a teoria macroeconômica vinha sofrendo, uma nova discussão teve início a partir da questão de como minimizar perdas sociais quando medidas políticas precisam ser tomadas em diversos períodos no tempo. A partir de então, um problema potencial que passou a despertar grande interesse na academia consiste em verificar se as autoridades políticas devem

agir segundo regras que determinam as ações a serem feitas em qualquer momento, ou se devem otimizar a escolha dos instrumentos políticos a cada período no tempo. Este tema deu origem ao prolapado debate regras versus discricionarieidade. (MENDONÇA, 2012. p.431)

Simons (1936) traz que o problema monetário se destacava como o grande desafio intelectual à fé liberal. E que, tinha se desenvolvido práticas, instituições e estruturas financeiras que eram incompatíveis com o funcionamento ordenado de um sistema baseado na liberdade econômica e na liberdade política.

Um sistema democrático de livre empresa implica, requer para seu funcionamento e sobrevivência efetivos, uma estrutura estável de regras definidas, estabelecidas na legislação e sujeitas a mudanças apenas gradualmente e com consideração cuidadosa pelos interesses dos participantes do jogo econômico. É particularmente essencial do ponto de vista econômico que haja um mínimo de incerteza para empreendedores e investidores quanto às condições monetárias no futuro e, politicamente, que o expediente plausível de estabelecer "autoridades" em vez de regras, no que diz respeito a assuntos de tão fundamental importância, ser evitado ou aceito apenas como um arranjo muito temporário. O objetivo mais importante de uma política liberal sólida, além do estabelecimento de condições altamente competitivas na indústria e da estreita limitação do controle político sobre os preços relativos, deveria ser o de assegurar um sistema monetário governado por regras definidas. (Simons, 1936. p.29)

Para Fischer, (1990), a política monetária baseada em regras tem vantagens em relação à política discricionária, pois as regras fornecem maior clareza, transparência e previsibilidade para os agentes econômicos e que Simons situou a questão como uma questão de regras versus autoridade, ou regras versus discricião. Essa dicotomia deveria ser considerada como um *continuum*, em que a margem de manobra deixada à autoridade monetária deveria ser determinada pela especificidade dos objetivos a que se destinava alcançar e pelo grau de imediatez da relação entre suas ações e o alcance desses objetivos. Fischer destaca que Simons foi um dos primeiros economistas a defender a política monetária baseada em regras e elogia a visão de Simons (1936) de que uma estrutura de política monetária baseada em regras bem definidas é um requisito essencial para o sucesso das políticas monetárias quando aplicadas. No entanto, também reconhece que o debate sobre o tema evoluiu desde então, com novos argumentos sendo apresentados por defensores de ambas as abordagens.

Assim, de acordo com Fischer (1990), Simons considerou alternativas para regras monetárias, incluindo uma constância na quantidade de dinheiro, mas, enfatizando o perigo de mudanças bruscas no lado da oferta de moeda na economia. Friedman foi um dos primeiros a apresentar algumas críticas ao trabalho de Simons. Friedman, acreditava que a adoção de uma regra monetária ajudaria a evitar as flutuações cíclicas da economia e promoveria a estabilidade de preços argumentando que políticas monetárias discricionárias poderiam resultar em decisões instáveis e prejudicar a economia.

Van Lear (2000), afirma que existe um relativo consenso entre os economistas de que a política monetária discricionária gera instabilidade econômica e além disso é tendenciosa para a inflação e suscetível a políticas de interesse pessoal. Em linha com o que Friedman sugere, Lear assume que os defensores das regras acreditam que a estratégia e as metas de política monetária mudam frequentemente, resultando em políticas imprevisíveis e inconsistentes no tempo. Isso leva a um declínio substancial na confiança das pessoas de que o banco central está comprometido com a manutenção de uma baixa inflação, o que, por sua vez, aumentaria a necessidade de regras.

Hayek (1960) discutiu o significado de discricionariedade no contexto de um juiz decidindo um caso em que regras conflitantes de direito parecem ser aplicáveis ou um caso em que nenhuma das regras relevantes parece adequar aos fatos. Para o autor discricionariedade é a liberdade concedida para tomar decisões baseadas em julgamentos subjetivos, mas enfatizou que a mesma deve ser limitada por princípios mais amplos e orientada por valores fundamentais para garantir a justiça e a equidade nas decisões.

Em sua discussão sobre o arbítrio, Hayek fez mais um ponto esquecido por Simons e Friedman: o exercício do arbítrio por funcionários do governo torna-se inconsistente com os valores liberais apenas na medida em que o exercício do arbítrio colide com os direitos pessoais ou de propriedade de indivíduos privados. A discricionariedade pode ser abusada, mas não há nada inerentemente abusivo no exercício da discricionariedade. As autoridades monetárias na implementação de suas políticas monetárias - definindo taxas de empréstimo aos bancos, participando de transações de mercado aberto - não exercem poderes coercitivos sobre os indivíduos e não têm o poder de infringir os direitos pessoais ou de propriedade dos indivíduos; eles são meramente encarregados do controle administrativo sobre os recursos que estão autorizados a usar na realização de transações voluntárias com membros do público. (GLASNER, 2017. p.40)

Nesse contexto, Kydland & Prescott (1977) iniciaram o estudo sobre a credibilidade da política monetária, enfatizando a análise sobre o conceito da inconsistência temporal. De acordo com esses autores, a utilização de regras na condução da política monetária é a melhor solução para garantir que a política atual seja consistente com a política de equilíbrio futura, mantendo, assim, a estabilidade dos preços nos períodos subsequentes. Os autores afirmaram que, embora políticas baseadas em discricção possam parecer mais flexíveis e capazes de lidar com situações imprevistas, elas tendem a levar a resultados inconsistentes e indesejados. Eles argumentaram que, ao permitir que os formuladores de políticas ajustem às políticas de acordo com suas percepções subjetivas da economia, as políticas discricionárias podem levar a expectativas de inflação crescente e a aumentos persistentes na inflação. Em contraposição argumentaram que as políticas baseadas em regras, como uma regra monetária fixa, podem garantir a estabilidade de preços e reduzir as flutuações econômicas.

Além disso, se pode observar que o debate clássico sobre regras versus discricionariedade no comportamento da política monetária foi revitalizado devido à publicação inovadora de Kydland e Prescott (1977), que introduziu o conceito de inconsistência dinâmica de planos ótimos. Embora a discricionariedade possa parecer interessante por permitir que os formuladores de políticas respondam de maneira flexível a situações imprevistas, eles também destacaram que os tomadores de decisão do governo frequentemente têm incentivos políticos para adotar medidas que estimulem a economia a curto prazo, mesmo que essas medidas tenham consequências negativas a longo prazo, como o aumento da inflação ou a instabilidade econômica. No entanto, eles também apontaram que os tomadores de decisão do governo geralmente têm incentivos políticos para tomar medidas que estimulem a economia no curto prazo, mesmo que essas medidas causem consequências negativas no longo prazo, como inflação crescente ou instabilidade econômica.

Taylor (1983) questionou se essa diferença entre a solução cooperativa e não cooperativa era realmente o ponto crucial para compreender os jogos de políticas e os desafios relacionados às políticas destinadas a conter a inflação, e chegou a uma conclusão negativa. Taylor propôs um modelo para orientar a política monetária, visando capacitar os bancos centrais a tomar decisões de curto prazo que, em última instância, contribuam para alcançar a meta final da política, que, neste caso, é a estabilidade de preços a longo prazo.

O objetivo de Taylor era sugerir uma estrutura tática que ancorasse as decisões de curto prazo para definir a taxa de fundos federais para a meta de política final de longo prazo de estabilidade de preços. Embora a estrutura seja simples, ela se baseia em um modelo macroeconômico complexo e completo da economia. A estrutura ficou conhecida como regra de Taylor e é usada de várias maneiras por muitos bancos centrais. Embora poucos bancos centrais usem a regra sugerida por Taylor, a regra costuma ser usada como referência para julgar se a atual taxa de fundos federais almejada está muito alta ou muito baixa. (CARGILL, 2020. p. 347)

De acordo com Torben (1986), o debate sobre regras versus discricionariedade na política econômica é distinto das discussões tradicionais, pois o considera como um jogo não cooperativo entre o formulador de políticas e o setor privado. O principal resultado é que, em um novo ambiente clássico, discricionariedade implica que um formulador de política que tenta expandir o produto acaba gerando inflação excessiva sem quaisquer efeitos sobre o produto. Consequentemente, a solução não cooperativa para o jogo seria inferior à solução cooperativa.

Dessa forma, a inconsistência dinâmica, como destacada por Sijben (1996), sugere que planos ótimos baseados em discricionariedade podem tornar-se inconsistentes ao longo do tempo, devido a mudanças nas expectativas e incentivos dos tomadores de decisão. Por outro lado, seguir uma regra predefinida pode ajudar a evitar a inconsistência dinâmica, pois os mercados podem antecipar a regra e ajustar suas expectativas de acordo.

Em consequência, de acordo com Sijben (1996), na literatura moderna, a questão de uma estratégia ótima de política monetária é atualmente analisada dentro de um arcabouço da teoria dos jogos, no qual as interações entre o comportamento do banco central e o comportamento dos agentes privados são enfatizadas. Esta análise teórica conclui que uma estratégia de política monetária consistente e confiável, baseada em regras de crescimento monetário, terá um *pay-out* macroeconômico mais benéfico em termos de produção, emprego e inflação, o que poderia ser identificado como um ótimo de Pareto, do que uma política inconsistente e discricionária identificável como um equilíbrio de Nash. Em seu trabalho, o autor ressalta que as regras podem ser úteis porque fornecem um quadro previsível e transparente para a tomada de decisões, contribuindo assim para a estabilização das expectativas dos agentes econômicos e a redução da incerteza.

Desta forma, Taylor (1993) formula seu modelo estabelecendo que a taxa básica de juros deve ser definida pela autoridade monetária com base em fatores claramente definidos. Esses fatores incluem o desvio inflacionário em relação às metas de inflação, o hiato do produto e a estimativa da taxa de juros real. Segundo o autor, com o objetivo de atingir a estabilidade de preços, a autoridade monetária, ou o Banco Central deve considerar a volatilidade do nível de atividade de sua economia sem, entretanto, desconsiderar o objetivo de alcançar as metas de inflação.

Resumidamente, a corrente dominante em Política Monetária defende que uma abordagem baseada em regras é preferível a uma abordagem baseada em discricção. Essa posição é fundamentada na ideia de que as regras são mais transparentes e previsíveis, reduzindo a incerteza dos agentes econômicos e aumentando a efetividade da política monetária. Os defensores da abordagem baseada em regras argumentam que, ao seguir um conjunto pré-determinado de regras, o banco central pode garantir a estabilidade macroeconômica de forma mais consistente e evitar comportamentos oportunistas que possam comprometer a credibilidade da política monetária.

Desde sua formulação até os dias atuais, a regra de Taylor vem sendo utilizada, e aperfeiçoada, para trabalhos teóricos e empíricos que buscam nortear, e compreender, a autoridade monetária em suas tomadas de decisão. Nunca houve consenso entre as correntes teóricas de qual modelo é o mais adequado; no entanto, ambas buscam um fim comum: a estabilidade dos preços na economia. Cardim (1994) afirma que a abordagem keynesiana não apenas defende a intervenção dos agentes monetários na economia, mas também o grau de discricção necessário para lidar com as novas situações que o futuro possa trazer. Por outro lado, os Novos Clássicos, de acordo com Libânio (2001), argumentam que a política monetária deve ser conduzida seguindo regras fixas.

Em sua maioria, os economistas neoclássicos defendem uma política monetária que busca uma inflação muito baixa e a independência do banco central da influência política e, portanto, a maioria dos defensores das regras vêm da economia ortodoxa. Em contraste, economistas heterodoxos defendem políticas de pleno emprego e, portanto, tendem a preferir uma política monetária expansionista de taxas de juros baixas. Os defensores das regras acreditam que as regras eliminarão os erros de política ao exigir que o banco central siga um mandato de política prescrito e, ao fazê-lo, evite a inflação e estabilize a atividade econômica. Os oponentes das regras argumentam que as regras são muito inflexíveis, muito simplificadas, tendenciosas de classe, incapazes de contornar erros na política, ineficazes devido a fraquezas teóricas que sustentam a concepção das regras e que são antidemocráticas. (VAN LEAR, 2000. p.35)

De acordo com Ohanyan (2020) as políticas monetárias baseadas em regras e discricionárias são frequentemente estudadas independentemente umas das outras. No entanto, tanto regras quanto a discricionariedade podem estar presentes nas decisões de política monetária em todos os momentos. Os defensores de ambas as abordagens buscam, em última análise, alcançar políticas monetárias que seja, mais benéficas para a saúde econômica de seus países.

Conforme já mencionado, o debate entre regras versus discricionariedade desempenhou um papel crucial no debate sobre a autonomia do banco central. A questão central era encontrar o equilíbrio adequado entre estabelecer regras claras para a política monetária e conceder discricionariedade ao banco central para responder a circunstâncias econômicas em constante mudança. Os defensores das regras argumentavam que estabelecer diretrizes claras e previsíveis para a política monetária seria essencial para promover a estabilidade econômica. E que, através de regras bem definidas, como metas de inflação ou regras de Taylor, o banco central teria menos margem de manobra para tomar decisões arbitrárias ou políticas. Essa abordagem criaria um ambiente estável e confiável para os agentes econômicos, permitindo-lhes planejar suas atividades e investimentos de forma mais eficaz.

No contexto das discussões sobre a autonomia do banco central, o debate entre regras versus discricionariedade desempenhou um papel crucial na determinação do grau de independência que o banco central teria na tomada de decisões de política monetária. Ao considerar a autonomia, os formuladores de políticas precisavam ponderar os benefícios da previsibilidade e estabilidade proporcionados por regras claras em contraposição à necessidade de discricionariedade para responder de maneira ágil e eficaz a eventos econômicos imprevistos. Encontrar um equilíbrio adequado entre essas abordagens era essencial para garantir a eficácia da política monetária e promover a estabilidade econômica a longo prazo.

#### **1.4 A Autonomia do Banco Central: Fundamentos e Implicações**

A autonomia é um tópico de grande relevância na teoria e na prática da política monetária, e tendo sido objeto de análises e estudos aprofundados realizados por economistas e especialistas na área. Muitos pesquisadores têm se

dedicado a examinar os benefícios e os desafios da autonomia do banco central, além de identificar as melhores práticas e políticas que podem ser implementadas nesse contexto. Através de análises teóricas e empíricas, esses estudos têm como objetivo compreender os efeitos da independência do banco central na eficácia da política monetária, na estabilidade econômica e no alcance das metas macroeconômicas. Além disso, esses estudos investigam os diferentes modelos institucionais adotados pelos países em relação à autonomia do banco central, bem como suas implicações para a governança econômica e para a relação entre o banco central e o governo. Ao analisar essas contribuições acadêmicas, é possível obter uma visão mais abrangente e fundamentada dos desafios e das perspectivas relacionadas à autonomia do banco central.

Até a década de 1980, a maioria dos bancos centrais não possuía total liberdade de fato, muitas vezes estando vinculados ao governo e, em sua grande maioria, possuíam pouca autonomia. Esperava-se que os bancos centrais utilizassem seus instrumentos para atingir uma gama de objetivos que iam desde alcançar níveis elevados de crescimento e emprego até solucionar eventuais impasses no balanço de pagamentos. Esperava-se também que os bancos centrais propusessem mecanismos que garantissem a estabilidade financeira e o controle dos níveis de preços. Concomitante ao cenário de inúmeras atribuições, a teoria econômica, influenciada pela teoria keynesiana, que acreditava que um certo nível de inflação proporcionava crescimento econômico, não atribuía a devida importância à temática da independência do banco central.

Cukierman (2006) observa que, embora alguns bancos centrais tivessem um certo grau de independência legal ou estatutária, sua verdadeira autonomia geralmente era significativamente menor do que a prevista por lei, especialmente em países em desenvolvimento, onde o poder executivo exercia considerável influência nas decisões de política monetária. Com poucas exceções, os bancos centrais não possuíam independência de instrumentos e a responsabilidade pela estabilidade de preços ficava a cargo do Ministério das Finanças e outras instâncias econômicas ligadas diretamente ao Governo.

Gutiérrez (2013) destaca que, no início dos anos 1980, a literatura de economia monetária argumentou que um banco central com elevado grau de autonomia e uma gestão responsável facilitaria a manutenção da estabilidade de preços.

Segundo o autor, quanto mais o banco central estivesse formalmente separado da influência de curto prazo do governo na política monetária, maior seria a redução do viés inflacionário, contanto que o banco central fosse responsabilizado pelo desempenho de sua política monetária.

Dessa forma, a tendência em direção a bancos centrais autônomos e pesquisas relacionadas ao tema, segundo Cukierman (2006), surgiram devido a uma combinação de fatores globais e regionais. No âmbito global, os dois principais fatores responsáveis foram, em primeiro lugar, a maior busca pela estabilidade de preços, desencadeada pela inflação que estagnou as economias na década de 1970 e 1980. O segundo fator foi o processo de globalização, que trouxe consigo o dismantelamento gradual dos controles sobre os fluxos de capitais e uma expansão dos mercados internacionais de capitais. Esses processos intensificaram a busca pela estabilidade de preços e acentuaram a importância da independência do banco central como sinal de responsabilidade macroeconômica perante os investidores nacionais e estrangeiros.

Devido às elevadas taxas de inflação ocorridas na década de 1970 e 1980, vários estudos empíricos examinaram a relação entre a inflação e a legislação dos bancos centrais em diversos Estados. Os resultados observados indicaram que a inflação estava negativamente correlacionada com o grau de autonomia *de jure* do banco central nos países industrializados e com instituições consolidadas. Entretanto, nos países em desenvolvimento não era possível observar a mesma situação. Uma possível explicação para o fenômeno é que a aplicação da legislação em países em desenvolvimento, em que a interferência política nas tomadas de decisão é mais acentuada é, no geral, mais fraca. Portanto, em tais países, a autonomia *de jure* do banco central é um indicador limitado de sua autonomia de fato.

Segundo Gutiérrez (2003), a literatura teórica apresentou três argumentos complementares para explicar por que a delegação da política monetária a um banco central independente resultaria, *ceteris paribus*, em taxas de inflação mais baixas e notavelmente mais. Os dois primeiros argumentos referem-se à posição fiscal do governo, enquanto o terceiro argumento trata das questões de inconsistência temporal. Entretanto, é fundamental observar que a independência do banco central é relevante na medida em que as autoridades do banco central estão, especialmente, preocupadas com a estabilidade de preços.

Outro aspecto da literatura teórica é que ela inclui perspectivas alternativas que nem sempre alcançam um consenso sobre o impacto da independência do banco central no nível de crescimento econômico. Por um lado, baixos níveis de inflação podem resultar em taxas de juros reais temporariamente elevadas, com o consequente efeito negativo sobre o crescimento econômico, conforme argumentam economistas como Krugman e Blanchard. Por outro lado, taxas de inflação mais baixas e estáveis podem reduzir as taxas de juros do prêmio de risco, estimulando assim o crescimento econômico como Friedman e Robert Lucas.

Na literatura empírica, tradicionalmente, a concentração principal se deu na relação entre a independência *de jure* do banco central e o desempenho da inflação. Conforme observado por Arnone et al (2007), um grande número de pesquisas sugere que a autonomia do banco central pode trazer benefícios significativos para o desempenho macroeconômico, auxiliando os países a alcançarem uma inflação média mais baixa, atenuar os impactos dos ciclos políticos sobre os ciclos econômicos, aprimorar a estabilidade do sistema financeiro e fomentar a disciplina fiscal, tudo isso sem acarretar custos adicionais reais ou sacrifícios em termos de volatilidade do produto ou crescimento econômico reduzido. Trabalhos como os de Bade e Parkin (1982), Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991), Cukierman (1992), Cukierman, Webb e Neyapti (1992), Alesina e Summers (1993) estão entre os pioneiros em abordar essa relação.

No que se refere aos estudos referentes ao tema, existem várias teorias, conceitos e perspectivas teóricas relacionadas à autonomia do banco central que nos traz formas distintas quanto à interpretação e aplicação dos princípios de independência. Inicialmente, podemos citar a teoria da Escolha Pública, abordagem que enfatiza os incentivos políticos e os conflitos de interesse envolvidos na tomada de decisão do banco central. A teoria sugere que a autonomia do banco central é necessária para evitar a influência política de curto prazo e garantir uma política monetária mais consistente e eficaz.

De acordo com a Teoria Monetarista, a autonomia do banco central é fundamental para controlar a oferta de moeda e manter a estabilidade de preços. Eles argumentam que a interferência política nas ações de política monetária pode levar a pressões inflacionárias e instabilidade econômica. Um dos seus principais defensores, Friedman (1968) argumenta em favor de uma política monetária um pouco mais *rule-based* (baseada em regras) em oposição à discricão do banco central.

Essa perspectiva sugere que a adoção de regras claras e previsíveis para a política monetária é preferível a decisões arbitrárias tomadas por autoridades monetárias.

Friedman (1968) argumentou que regras bem definidas, como o crescimento monetário constante, poderiam proporcionar uma estrutura estável para a economia, promovendo a estabilidade de preços e reduzindo a incerteza para os agentes econômicos. A visão de política monetária *rule-based* tornou-se uma das características distintivas da abordagem monetarista.

Segundo os Keynesianos, da Teoria Keynesiana, a autonomia do banco central é importante, porém, não é suficiente. Eles destacam a necessidade de coordenação entre a política monetária, fiscal e cambial para alcançar o pleno emprego e a estabilidade econômica. A ênfase está na demanda agregada e na utilização de políticas macroeconômicas para estimular a economia. Utilizando do argumento que, para que a política monetária seja eficaz, o banco central deve ter uma certa autonomia em relação ao governo e ser capaz de agir de forma independente para estabilizar a economia. Assim, enfatizando a importância de um banco central autônomo para evitar interferências políticas imediatas e promover uma política monetária coerente e consistente com os objetivos de estabilização econômica.

Os institucionalistas enfatizam a importância das instituições na determinação do comportamento do banco central. Eles destacam que a autonomia do banco central pode depender de fatores institucionais, como a estrutura legal, o arranjo institucional e a relação com o governo. Os autores desta corrente discutiram a importância das instituições na determinação da política econômica e na governança das instituições financeiras, incluindo o banco central.

Por outro lado, a perspectiva heterodoxa frequentemente questiona a noção de autonomia completa do banco central. Elas argumentam que o banco central não deve ser independente das decisões democráticas e deve levar em consideração objetivos sociais mais amplos, como o emprego e a distribuição de renda. Lavoie (2020), por exemplo, discute a importância de considerar as realidades institucionais e as relações entre o banco central e o setor financeiro na análise da política monetária. Ele argumenta que a autonomia do banco central deve ser equilibrada com mecanismos de prestação de contas e regulamentação para evitar excessos e instabilidades.

## 1.5 Considerações finais

Embora as diversas correntes da teoria econômica mantenham divergências, é possível identificar alguns pontos de convergência que ganham destaque. Independentemente da afiliação a uma escola econômica específica, é amplamente reconhecido que a estabilidade monetária é um objetivo altamente desejável. Em uníssono, economistas compartilham a percepção de que um banco central eficaz desempenha um papel crucial na manutenção da estabilidade de preços e na promoção de um ambiente econômico sólido. É igualmente importante enfatizar o consenso em relação à transparência e à prestação de contas como pilares fundamentais da atuação de um banco central. Por fim, uma considerável parcela concorda que um banco central com maior independência está mais apto a tomar decisões embasadas em critérios técnicos e econômicos, minimizando a influência de considerações políticas de curto prazo.

Entretanto, é essencial destacar que essas áreas de convergência não implicam que todas as escolas econômicas compartilhem uma visão unânime sobre a autonomia do banco central ou sobre como essa autonomia deve ser definida e implementada. As diferenças teóricas e políticas entre essas escolas ainda desempenham um papel significativo em suas posições relativas à autonomia do banco central e à governança econômica em geral.

No âmbito metodológico desta dissertação, optou-se por adotar perspectivas embasadas em escolas econômicas que sustentam que uma maior autonomia do banco central tende a resultar em maior eficiência na condução das políticas monetárias. Essas perspectivas teóricas incluem a abordagem monetarista, que enfatiza a importância da estabilidade monetária para o crescimento econômico, a teoria da escolha pública, que também respalda a ideia de que maior autonomia do banco central pode conduzir a políticas monetárias mais eficazes, e a abordagem institucionalista, que argumenta que um banco central com maior autonomia é capaz de estabelecer um sólido arcabouço institucional para a política monetária, conferindo-lhe maior credibilidade e previsibilidade.

Portanto, ao adotar essas perspectivas teóricas monetaristas, da escolha pública e institucionalistas, esta dissertação busca explorar como uma maior autonomia do banco central pode contribuir para uma maior eficiência nas políticas monetárias. Ao examinar essas teorias, almeja-se compreender os mecanismos pelos

quais a autonomia do banco central pode influenciar positivamente a estabilidade monetária, a credibilidade das políticas e a eficiência econômica, contribuindo, assim, para enriquecer o debate sobre a governança econômica.

## **CAPÍTULO II**

### **2.1 REVISÃO DE LITERATURA**

Neste capítulo, será realizado uma revisão abrangente das principais obras e estudos que abordam a relação entre a autonomia do banco central e a eficiência das políticas monetárias. Para isso, será explorado diferentes correntes teóricas e escolas econômicas que discutem a questão, incluindo a perspectiva monetarista, a abordagem da escolha pública e a teoria institucionalista. Cada uma dessas perspectivas teóricas oferece insights valiosos sobre os possíveis efeitos da autonomia do banco central nas políticas monetárias. A revisão de literatura abrangerá estudos tanto teóricos como empíricos, permitindo uma análise ampla e aprofundada do tema. Serão examinadas obras-chave de renomados economistas e pesquisadores que contribuíram para o debate sobre a autonomia do banco central e sua relação com a eficiência das políticas monetárias.

Ao final desta revisão, espera-se fornecer uma síntese das principais ideias e conclusões encontradas na literatura existente, identificando lacunas de pesquisa e delineando as contribuições que este trabalho trará para a compreensão do tema. Com isso, busca-se contribuir para um maior entendimento dos efeitos da autonomia do banco central nas políticas monetárias, em especial a estabilização dos preços, e promover discussões informadas sobre governança econômica. Portanto, esta revisão de literatura fornecerá uma base sólida para a análise e discussão subsequente, aprofundando nosso conhecimento sobre a relação entre a autonomia do banco central e a eficiência das políticas monetárias, bem como identificando as principais tendências e debates presentes no campo.

Até os anos 1980, de acordo com Cukierman (2006) a maioria dos bancos centrais funcionava como uma repartição do Ministério das Finanças. Eles eram vinculados ao governo e, em sua grande maioria, possuíam pouca autonomia. Baseados em suas leis nacionais ou costumes, confiava-se que os bancos centrais utilizassem seus instrumentos para atingir uma gama de objetivos que iam desde alcançar níveis elevados de crescimento e emprego até solucionar eventuais impasses no balanço de pagamentos. Esperava-se também que os bancos centrais propusessem mecanismos que garantissem a estabilidade financeira e o controle

dos níveis de preços. Concomitante ao cenário de inúmeras atribuições, a teoria econômica, sob influência da teoria keynesiana, que acreditava que um certo nível de inflação proporcionava crescimento econômico, não atribuía a devida importância à temática da independência do banco central. Ademais, o conceito de credibilidade na política monetária encontrava-se em estágio inicial.

Cukierman (2006) aponta que embora houvesse alguns bancos que apresentavam um certo grau de independência legal ou estatutária, sua verdadeira autonomia costumava ser consideravelmente menor do que a prescrita por lei, especialmente nos países em desenvolvimento onde o poder executivo possuía, no geral, elevado grau de influência nas decisões sobre política monetária. Com poucas exceções, os bancos centrais não possuíam independência de instrumentos e a responsabilidade pela estabilidade de preços ficava a cargo do Ministério das Finanças e outras instâncias econômicas ligadas diretamente ao Governo.

Alguns países, em sua maioria, após experimentarem um período de elevada inflação, fizeram um esforço adicional para também consolidar a independência do banco central em suas constituições federais. O intuito era evitar possíveis crises futuras e fortalecer a autonomia em relação às políticas monetárias.

De acordo com Cukierman (2006) a autonomia da autoridade monetária é essencial para o controle da inflação e estabilidade econômica. Segundo o mesmo, a autonomia do banco central é importante porque reduz as pressões políticas para a expansão monetária, o que pode levar à inflação. Ele defende que um banco central autônomo possui maior capacidade em manter a credibilidade na política monetária, permitindo uma melhor coordenação das expectativas dos agentes econômicos. Cukierman também destaca que, embora a autonomia do banco central possa gerar algum conflito com o poder político, a sociedade como um todo se beneficia com a estabilidade econômica e o controle da inflação.

Gutiérrez (2013) destaca que no início dos anos 1980, a literatura de economia monetária postulou que um banco central com elevado grau de autonomia, e com uma gestão responsável, facilitaria manter a estabilidade de preços. Para o autor, quanto mais o banco central estivesse formalmente separado da influência de curto prazo do governo na política monetária, mais o viés da inflação seria reduzido, desde que o banco central fosse responsabilizado pelo desempenho de sua política monetária. Desde então, vários países buscaram reformular suas legislações com o intuito de aumentar a autonomia, em relação ao poder executivo, e a

responsabilidade do banco central.

A tendência para bancos centrais autônomos e pesquisas relacionadas ao tema, segundo Cukierman (2006), se deve a uma combinação de fatores globais e regionais. No âmbito global, os dois principais fatores impulsionadores dessa tendência foram, em primeiro lugar, a maior busca pela estabilidade de preços, desencadeada pela inflação que estagnou as economias na década de 1970 e 1980. O segundo fator foi o processo de globalização, que trouxe consigo o desmantelamento gradual dos controles sobre os fluxos de capitais e uma expansão dos mercados internacionais de capitais. Esses processos intensificaram a busca pela estabilidade de preços e acentuaram a importância da autonomia do banco central como sinal de responsabilidade macroeconômica perante os investidores nacionais e estrangeiros.

Devido às elevadas taxas de inflação ocorridas na década de 1970 e 1980, vários estudos empíricos examinaram a relação entre a inflação e a legislação dos bancos centrais em diversos Estados. Os resultados observados indicaram que a inflação estaria negativamente correlacionada com o grau de autonomia de jure do banco central nos países industrializados e com instituições consolidadas. Entretanto, nos países em desenvolvimento não era possível observar a mesma situação. Uma possível explicação para o fenômeno é que a aplicação da legislação em países em desenvolvimento, em que a interferência política nas tomadas de decisão é mais acentuada, é, no geral, mais fraca. Portanto, nesses países, a autonomia *de jure* do banco central é um indicador fraco de sua autonomia de fato.

Segundo Gutiérrez (2003), a literatura teórica forneceu três argumentos complementares para explicar por que a delegação da política monetária a um banco central autônomo resultaria, *ceteris paribus*, em taxas de inflação mais baixas e consideravelmente mais estáveis. Os dois primeiros argumentos referem-se à posição fiscal do governo, enquanto o terceiro argumento trata das questões de inconsistência temporal. No entanto, é importante notar que a autonomia do banco central é importante na medida em que as autoridades do banco central estão, em especial, preocupadas com a estabilidade de preços. Um outro ponto da literatura teórica, é que a mesma contém visões alternativas e nem sempre consensuais a respeito do efeito da autonomia do banco central sobre o nível de crescimento econômico. Por um lado, baixos níveis de inflação podem resultar em taxas de juros reais temporariamente elevadas, com o subsequente efeito negativo sobre o

crescimento econômico, como é o caso de economistas como Krugman e Blanchard. Por outro lado, taxas de inflação mais baixas e estáveis podem reduzir as taxas de juros do prêmio de risco, estimulando assim o crescimento econômico como Friedman e Robert Lucas.

No intento da literatura empírica, tradicionalmente, a concentração principal foi na relação entre a autonomia *de jure* do banco central e o desempenho da inflação. Como salienta Arnone et al (2007), um considerável número de pesquisas, sugere que a autonomia do banco central pode trazer benefícios significativos para o desempenho macroeconômico podendo ajudar os países a atingir uma inflação média mais baixa, amortecer os impactos dos ciclos políticos nos ciclos econômicos, melhorar a estabilidade do sistema financeiro e impulsionar a disciplina fiscal sem quaisquer custos adicionais reais ou sacrifícios em termos de volatilidade do produto ou crescimento econômico reduzido. Autores como Bade e Parkin (1982), Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991), Cukierman (1992), Cukierman, Webb e Neyapti (1992), Alesina e Summers (1993) estão entre os primeiros a abordar esta relação.

No contexto da discussão sobre a autonomia dos bancos centrais e sua relevância para a eficiência das políticas monetárias, diversos autores e correntes teóricas têm se dedicado a examinar essa temática ao longo dos anos. Nesse sentido, um dos primeiros trabalhos pioneiros a abordar essa questão de maneira sistemática foi realizado por Marco J. Grilli, Donato Masciandaro e Guido Tabellini em 1991.

O trabalho de Grilli *et al* (1991) foi fundamental e um dos precursores ao fornecer uma análise abrangente das explicações políticas para a autonomia do banco central. Foi investigado as motivações políticas por trás da busca pela autonomia dos bancos centrais, bem como os fatores que influenciam a concessão ou restrição dessa autonomia por parte dos governos. Através de uma revisão sistemática da literatura existente na época, os autores identificaram várias razões pelas quais os governos podem optar por conceder maior autonomia aos bancos centrais. Entre essas razões, destacam-se o desejo de reduzir a influência política sobre as políticas monetárias, aumentar a credibilidade e a efetividade das ações do banco central, e lidar com problemas de inconsistência temporal na condução da política monetária.

A partir dessa análise inicial, o estudo estabeleceu uma base sólida para para investigações posteriores sobre a autonomia do banco central. As contribuições deste trabalho ajudaram a direcionar o foco dos pesquisadores para as explicações políticas desse fenômeno, explorando os mecanismos pelos quais os fatores políticos podem influenciar a independência do banco central e, conseqüentemente, a eficiência das políticas monetárias.

Portanto, Grilli *et al* (1991), além de destacar a relevância das explicações políticas na compreensão da autonomia do banco central, também estabeleceu uma base sólida para o desenvolvimento de pesquisas posteriores sobre esse tema. A partir desse trabalho seminal, outros trabalhos se seguiram, aprofundando a análise dos fatores políticos e institucionais que moldam a independência do banco central e contribuindo para um entendimento mais abrangente dos efeitos dessa autonomia nas políticas monetárias e na estabilidade econômica.

Os autores avaliaram a autonomia política e econômica dos bancos centrais para 17 países membros da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e desenvolveram uma medida relacionada à independência do banco central que reflete tanto a independência política quanto a independência econômica. Essa medida foi denominada de Índice de Independência do Banco Central (*Central Bank Independence Index*), que é um indicador quantitativo da independência do banco central em relação ao governo. O índice é constituído por diversas variáveis, entre as quais o mandato do banco central, a nomeação do governador, a estabilidade do mandato, a independência operacional e o controle de preços. O propósito desse índice era quantificar o grau de independência dos bancos centrais em relação ao governo e compará-los entre si.

O Índice de Independência do Banco Central (CBI) de Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991) é uma medida amplamente utilizada que avalia a independência do banco central em relação ao governo em uma escala de 0 a 1, onde um valor mais próximo de 1 representa maior independência. O CBI é composto por sete critérios que avaliam o mandato, a nomeação, a estabilidade do mandato, a independência operacional, a limitação de preços, a accountability e a transparência do banco central. Estudos empíricos mostram que a independência do banco central tem sido um fator importante na redução da inflação em vários países. Além disso, a independência do banco central também tem sido associada a uma maior estabilidade macroeconômica, um maior crescimento econômico e uma maior credibilidade da política monetária.

(Cukierman, Webb & Neyapti, 1992)

O estudo conduzido por Grilli *et al* (1991) apresentou a primeira codificação abrangente das leis relacionadas do banco central. O índice, proposto pelos autores, variava de zero (representava baixa, ou nenhuma, autonomia) a dezesseis (representava total autonomia), foi calculado com o somatório das respostas positivas às perguntas em relação a nomeações, formulação de políticas monetárias, objetivos de política estatutários e financiamentos do governo pelo banco central. O índice de autonomia foi subdividido em dois campos distintos: a independência política e a independência econômica. Para verificar se havia, de fato, relação entre a autonomia dos bancos centrais e a inflação, os autores utilizaram a média da inflação de um conjunto de 18 países industrializados durante o período de 1950 a 1989, o qual foi dividido em quatro décadas. Na sequência foi realizada uma regressão utilizando a inflação média das nações pesquisadas como variável dependente e as variáveis independência política e independência econômica comovariáveis independentes.

Conforme Grilli *et al* (1991) uma instituição independente e credível, desempenha um papel crucial para a condução bem-sucedida da política monetária, sendo que, a independência do banco central é um requisito necessário para garantir a estabilidade dos preços e para prevenir a politização da política monetária. Cukierman (2008) observa que ao utilizar o Índice de Independência do Banco Central (CBI) proposto pelos autores em 1991, é possível observar que, em média, a independência dos bancos centrais aumentou significativamente nas últimas décadas.

Embora o trabalho de Grilli *et al* (1991) tenha sido amplamente reconhecido e tenha desempenhado um papel significativo no estudo da autonomia dos bancos centrais, também foi alvo de críticas e provocou debates acadêmicos subsequentes. Para alguns críticos o trabalho possui generalização excessiva, uma vez que generaliza demais as motivações políticas da autonomia do banco central, tratando todos os países de maneira uniforme. Essa generalização, no geral, ignora as peculiaridades institucionais, políticas e econômicas específicas de cada país, levando a conclusões simplificadas. Outra crítica acerca do trabalho é que há falta de análise dinâmica tendendo, o trabalho, a fornecer uma análise estática da relação entre a autonomia do banco central e os resultados econômicos, não

considerando adequadamente as mudanças ao longo do tempo e as interações complexas entre os atores envolvidos.

No entanto, apesar das críticas, é importante destacar que o trabalho de Grilli *et al* (1991) representou um marco inicial na pesquisa sobre a autonomia do banco central, estimulando debates e pesquisas posteriores sobre o assunto. Também é importante ressaltar que algumas variáveis são semelhantes às usadas na classificação de Bade e Parkin (1988), trabalho este que classifica os bancos centrais de 12 países conforme sua independência política, portanto, os resultados encontrados corroboram e reforçam as conclusões da análise anterior.

Os estudos subsequentes se esforçaram para abordar as críticas que o trabalho recebeu e aprimorar a compreensão dos fatores que influenciam a autonomia do banco central e seus efeitos nas políticas monetárias e em especial nas que regem a estabilidade de preços.

Alex Cukierman (1992) propôs o modelo GMT, modelo este que foi um dos marcos importantes na literatura que explora a relação entre a autonomia do banco central e a eficiência das políticas monetárias. O modelo é baseado na teoria da agência e busca analisar como a autonomia do banco central afeta o desempenho econômico. Conforme o modelo, o banco central, como qualquer agente econômico, possui seus próprios interesses e objetivos, que nem sempre estão alinhados com os interesses gerais da sociedade. Portanto, a autonomia do banco central é vista como um mecanismo para mitigar a influência política e garantir que as políticas monetárias sejam conduzidas de forma consistente e voltadas para o bem-estar econômico geral.

Uma das significativas contribuições do modelo GMT é a sua análise das restrições e incentivos enfrentados pelo banco central e pelo governo. O modelo considera que o governo deseja maximizar sua popularidade política, enquanto o banco central busca preservar sua própria reputação. Nesse contexto, a autonomia do banco central influencia a dinâmica entre esses dois atores. O modelo propõe que a autonomia do banco central pode ter efeitos positivos sobre a estabilidade macroeconômica e o controle da inflação. Quando o banco central é mais autônomo, tem maior capacidade de tomar decisões baseadas em fundamentos econômicos, sem a pressão imediata de objetivos políticos de curto prazo. Isso pode resultar em uma política monetária mais consistente, focada na estabilidade de preços e no controle da inflação.

Entretanto, o modelo GMT também destaca que a autonomia do banco central não deve ser absoluta. A ausência de supervisão e prestação de contas pode propiciar abusos de poder e condutas inadequadas. Dessa forma, é imperativo estabelecer mecanismos de controle e transparência para garantir que o banco central seja responsável por suas ações. Em síntese, o modelo GMT oferece uma estrutura analítica valiosa para compreender a relação entre a autonomia do banco central e a eficiência das políticas monetárias. Ao abordar as interações entre o banco central, o governo e a sociedade, o modelo destaca a importância de um equilíbrio adequado entre a autonomia do banco central e a prestação de contas.

O modelo de Cukierman (1992) propôs uma medida de autonomia do banco central, baseado no GMT, para 50 países, com base em dezesseis critérios subdivididos em quatro blocos, sendo eles: o poder e autonomia delegados ao diretor executivo, a capacidade e liberdade da formulação da política monetária, os objetivos principais do banco central e as limitações aos empréstimos do banco central ao governo. O modelo GMT (sigla em inglês para *Government-Monetary-Targeting*) é uma teoria que propõe uma estrutura para a independência do banco central desenvolvido em 1992, e a sigla GMT refere-se aos três principais elementos da teoria: *Government, Monetary and Targeting* (Governo, moeda e direcionamento).

No trabalho de Cukierman (1992) são considerados 72 países, sendo 21 países industrializados e 51 países em desenvolvimento, a série histórica utilizada se inicia em 1950. Além disso, o modelo também leva em consideração informações mais detalhadas acerca da independência legal, visto que, a mesma, quando referenciada em lei nem sempre condiz com sua aplicação prática. Cukierman (1992) dividiu os indicadores em dois grupos levando em consideração o grau de desenvolvimento dos países. Para o primeiro grupo, de países com maior grau de desenvolvimento, os índices levaram em conta apenas a existência ou não de independência legal. Para o segundo grupo, os índices foram mais orientados por determinados fatores comportamentais específicos, tendo sido realizados com base em questionários, na rotatividade dos presidentes dos bancos centrais ou na vulnerabilidade do cargo de presidente do banco em relação às alterações políticas que pudessem ocorrer.

De acordo com o modelo proposto, o primeiro elemento *Government*, o governo é o principal responsável pela escolha dos objetivos da política monetária,

como manter a estabilidade de preços, promover o crescimento econômico ou reduzir o desemprego. O governo deve, portanto, definir a meta de inflação e dar ao banco central a independência necessária para alcançá-la. O segundo elemento, *Monetary*, o banco central é o responsável pela implementação da política monetária e deve ser independente para realizar suas funções. Isso significa que o banco central deve ter autonomia em relação ao governo e poder operar sem interferência política. Já o terceiro elemento, *Targeting*, o banco central deve ter como objetivo principal a estabilidade de preços, ou seja, manter a inflação dentro de uma meta pré- estabelecida. Para alcançar esse objetivo, o banco central deve dispor de instrumentos de política monetária, como por exemplo a taxa de juros, à sua disposição.

Conforme Cukierman (1992), as legislações que regem os bancos centrais em países distintos diferem entre si em vários aspectos, como, por exemplo, objetivo principal, abrangência e grau de detalhamento. Portanto, foi feita a ponderação de que determinar o grau de autonomia é difícil e inevitavelmente requer, também, uma análise subjetiva.

Desta forma, o índice de independência legal foi formulado por Cukierman (1992) a partir de 16 questões, sendo que, cada uma das questões representava uma variável dentro do índice, sendo que cada variável possuía uma escala que ia de 0 a 1 e quanto mais se aproximava de 1, maior era o grau de autonomia que era conferido ao banco central.

Este índice é construído a partir de 16 características legais básicas de cartas-patentes de bancos centrais, divididas nos seguintes quatro grupos:

- a- A nomeação, demissão e duração legal do mandato do principal funcionário executivo do banco.
- b- A localização institucional da responsabilidade final pela política monetária e os procedimentos para a resolução de conflitos entre o governo e o BC.
- c- A importância da estabilidade de preços em comparação com outros objetivos, como nível elevado de emprego e estabilidade financeira;
- d- O rigor e a universalidade das limitações da capacidade do governo de tomar empréstimos do BC, a taxas de mercado ou subsidiadas ou de instruir o BC a emprestar a terceiros. (Cukierman, apud Mendonça. 2001, p.56)

A conclusão que emerge do trabalho de Cukierman (1992) é que a evidência de uma relação negativa entre a autonomia do banco central e a inflação é relativamente fraca, caso a estrutura institucional do banco central não seja sólida, e que qualquer taxa de rotatividade atípica dos gestores do banco central estará medindo influências políticas e estará influenciando a taxa de inflação.

O Índice de Independência do Banco Central (CBI), o GMT, é uma das medidas mais utilizadas para avaliar a independência dos bancos centrais. Embora a metodologia do GMT tenha sido objeto de críticas e refinamentos, há evidências empíricas que sugerem que os bancos centrais mais independentes são capazes de controlar melhor a inflação e produzem taxas de inflação mais baixas e estáveis a longo prazo. Além disso, a independência do banco central também é associada a uma maior estabilidade macroeconômica e uma maior credibilidade da política monetária. (Eijffinger & De Haan, 1996)

Em resumo, o modelo GMT propõe que o governo deve estabelecer metas claras para a política monetária e conceder ao banco central a autonomia necessária para alcançá-las. O banco central, por sua vez, deve ter como principal objetivo a estabilidade de preços e ter autonomia suficiente para operar sem interferência política. Acredita-se que a implementação desse modelo possa levar a uma política monetária mais eficaz e à redução da inflação no longo prazo. As contribuições do modelo GMT foram fundamentais para o desenvolvimento de pesquisas posteriores sobre o tema e para a compreensão dos impactos da autonomia do banco central em relação à estabilidade de preços.

Os resultados provenientes a partir dos dois estudos preliminares sobre autonomia do Banco Central evidenciaram uma relação inversa entre o nível de autonomia da instituição monetária, por um lado, e os índices de inflação e, em menor medida, as variações inflacionárias, por outro. Entretanto, é notável uma constatação de relevo: em relação às nações em desenvolvimento, em contraste com os países desenvolvidos, a conexão entre a autonomia do banco central e a inflação não ostenta a mesma significância, visto que a estrutura institucional dessas nações pode comprometer o funcionamento pleno de um banco central autônomo.

Alesina e Summers (1993) propõem um modelo que desempenha um papel significativo no estudo da autonomia do banco central e suas implicações na performance macroeconômica. Em seu trabalho foi desenvolvido um modelo teórico e uma análise empírica que examinam a relação entre a autonomia do banco central e os resultados econômicos. No modelo, a autonomia é concebida como um mecanismo que visa evitar a influência política e garantir que as políticas monetárias sejam conduzidas com base em considerações técnicas e de longo prazo, em vez de objetivos políticos de curto prazo. Os autores argumentam que um banco central mais autônomo é capaz de adotar uma postura mais disciplinada em relação à política monetária, focando no controle da inflação.

Uma das principais contribuições do modelo de Alesina e Summers é a análise empírica que eles realizaram para examinar a relação entre a autonomia do

banco central e o desempenho de variáveis macroeconômicas, em especial as taxas de inflação. Ao compararem diferentes países, os autores construíram um índice de autonomia do banco central que incorporava vários indicadores, como a nomeação e demissão do presidente do banco central, o mandato do presidente, a independência de orçamento e a proibição de financiamento direto do governo central.

O índice definido por Alesina e Summers (1993), em relação à autonomia do banco central foi elaborado sendo uma média dos índices GMT e Cukierman. Os autores utilizaram o índice para testar a correlação entre a autonomia e a inflação média e sua variabilidade, o desemprego e o nível das taxas de juros reais. E identificaram uma correlação positiva entre a autonomia do banco central e o nível e a variação inflacionária, porém uma correlação negativa frente a outras variáveis. Seus resultados sugerem que a disciplina monetária associada à autonomia do banco central reduz o nível e a variabilidade da inflação, mas não traz grandes benefícios ou custos em termos de desempenho macroeconômico real.

O modelo é baseado na teoria do ciclo político-econômico, que sugere que os políticos podem ser tentados a manipular a política monetária em favor de seus próprios interesses eleitorais, o que pode levar a um aumento da inflação. O modelo parte da premissa de que a política monetária é conduzida pelo banco central, que pode ser autônomo ou não. Quando o banco central possui autonomia, ele possui um objetivo de inflação definido, que busca mantê-la sob controle. Quando o banco central não é autônomo, os políticos podem influenciar a política monetária com o objetivo de aumentar a inflação a curto prazo, o que pode gerar aumento do produto interno bruto (PIB) no curto prazo, mas a uma redução do PIB no longo prazo.

Segundo Parkin (2012), Alesina e Summers (1993) combinaram o índice de Bade e Parkin (1988) com o índice de independência política GMT (1991) para criar seu próprio índice de autonomia do banco central, utilizando diagramas de dispersão informais para inspecionar a relação entre a autonomia e a média e variância da inflação, crescimento real do PIB, crescimento real do PIB per capita, desemprego e taxa de juros real. Esta análise informal sugeriu que os bancos centrais autônomos entregam taxas de inflação mais baixas, mas não entregam menor variabilidade das demais variáveis examinadas.

O índice utilizado pelos autores foi construído com base em uma média ponderada dos índices de independência política de Bade e Parkin (1988) e Grilli *et*

*al.* (1991). Inicialmente, foram executadas algumas alterações. A primeira alteração refere-se à classificação de independência política de Bade e Parkin (1988) a qual foi transformada em uma escala cardinal, com valores que variam de 1 (menor grau de autonomia) a 4 (maior autonomia). Outra alteração realizada foi a ampliação da amostra de países, passando de 12 países para 16 países.

O modelo proposto conclui que a autonomia do banco central pode ser benéfica para a economia, pois ajuda a controlar a inflação e reduzir o risco de manipulação política da política monetária. Além disso, a autonomia do banco central pode melhorar as expectativas dos agentes econômicos em relação à inflação, o que pode levar a uma redução da mesma, contudo, a autonomia deve estar atrelada a outros fatores para que de fato cause o efeito esperado. No entanto, é importante observar que o modelo de Alesina e Summers também enfrentou algumas críticas. Alguns estudiosos argumentam que a relação entre a autonomia do banco central e os resultados macroeconômicos pode ser influenciada por outros fatores não considerados no modelo, como características institucionais e políticas específicas de cada país.

Apesar das críticas, o trabalho de Alesina e Summers teve um impacto significativo na literatura sobre a autonomia do banco central. Seu modelo teórico e a análise empírica forneceram uma base sólida para investigações subsequentes e estimularam estudos mais aprofundados sobre a relação entre a autonomia do banco central e o desempenho macroeconômico. Esse trabalho pioneiro contribuiu para uma compreensão mais ampla dos fatores que moldam a autonomia do banco central e seus efeitos nas políticas monetárias e na estabilidade econômica, em especial na manutenção dos níveis baixos de inflação.

De Haan e Kooi (1997) publicaram uma contribuição significativa ao analisar a relação entre a autonomia do banco central, a inflação e a produção econômica. Nesse estudo, os autores realizaram uma análise empírica para examinar a relação entre a autonomia do banco central e o desempenho macroeconômico em 16 países da OCDE. O foco principal do estudo de De Haan e Kooi era examinar a relação entre a autonomia do banco central e dois indicadores-chave: a taxa de inflação e a produção econômica. Foi utilizado variáveis teóricas relacionadas aos bancos centrais para calcular um índice de autonomia, considerando fatores como a nomeação e demissão do presidente do banco central, o mandato do presidente, a independência orçamentária e a proibição de financiamento direto do governo central.

De Haan e Kooi (1997) usaram os índices de autonomia do banco central desenvolvidos por GMT e Cukierman, em conjunto de suas conclusões, para distinguir os conceitos de conservadorismo e autonomia. Foram avaliadas as relações entre esses dois conceitos e o desempenho da inflação e a variabilidade do produto, chegando à conclusão de que a autonomia dos instrumentos do banco central, possui impacto considerável no desempenho da inflação, entretanto, pouco na variabilidade do produto. O trabalho se concentrou em duas dimensões principais da autonomia dos bancos centrais: a independência operacional e a independência política. A independência operacional refere-se à capacidade do banco central de definir e implementar suas próprias políticas monetárias, sem interferência do governo ou de outras autoridades políticas. Já a independência política diz respeito à capacidade do banco central de tomar decisões autônomas, sem sofrer pressões políticas externas.

Utilizando informações provenientes de 43 nações em desenvolvimento e abrangendo o intervalo temporal de 1950 a 1989 à avaliação do impacto da instabilidade política na autonomia do banco central nos contextos desses países em desenvolvimento. De Haan e Kooi (1997) concluem que as nações caracterizadas por estabilidade política têm a capacidade de estabelecer um banco central com maior grau de autonomia, mesmo diante de mudanças frequentes nos governos. Em consonância com os achados de Cukierman (1992), foi constatado que a variação na autonomia legal do banco central não fornece explicações para as disparidades entre as nações no que diz respeito ao desempenho inflacionário. Contudo, para efetivamente estabelecer um banco central dotado de autonomia real, de acordo com os resultados do trabalho de De Haan e Kooi (1997) os países necessitam ir além de meras alterações legais.

O trabalho de De Haan e Kooi (1997) destaca a importância da autonomia dos bancos centrais para a estabilidade econômica e examina a relação entre a independência dos bancos centrais e a transparência de suas políticas. Eles argumentam que a autonomia dos bancos centrais pode ser benéfica para a estabilização econômica, mas que a transparência pode ajudar a melhorar a eficácia da política monetária. (Eijffinger & Masciandaro, 2004, p. 16)

De Haan e Kooi (1997) concluem que a autonomia dos bancos centrais pode ser benéfica para a estabilidade econômica e que a transparência pode ajudar a melhorar a eficácia da política monetária. No entanto, eles reconhecem que a

autonomia dos bancos centrais pode ser difícil de mensurar e que há desafios na implementação de políticas transparentes e independentes. No entanto, é importante ressaltar que o estudo de De Haan e Kooi também enfrentou algumas limitações. A análise empírica foi baseada em dados agregados de diferentes países, o que, segundo críticos, pode ocultar variações e especificidades nacionais importantes.

Em 1997, Fry-Julius-Mahadeva-Roger-Sterne (FJMRS) realizaram uma contribuição significativa no estudo da autonomia do banco central e seus efeitos na política monetária e no desempenho econômico. Desenvolvido por Fry *et al* (1997), o modelo propõe uma estrutura teórica para analisar a relação entre a independência do banco central e os resultados macroeconômicos, em especial a inflação.

De acordo com Parkin (2012), o estudo FJMRS define uma medida geral de autonomia sobre uma gama de características que abrangem objetivos legais, metas, instrumentos, finanças do déficit do governo e mandato do governador. Eles também elaboraram uma série de outros índices destinados a obter transparência e compromisso com uma meta de inflação pré estabelecida. Utilizaram sua pontuação de autonomia e outros subíndices para conduzir uma investigação qualitativa cuidadosa das relações entre as características da estrutura de política monetária e seus possíveis efeitos sobre o desempenho macroeconômico.

No trabalho, segundo Parkin (2012) os autores argumentaram que a escolha da estrutura de política monetária depende das características específicas de cada país, como sua história econômica, a estabilidade de seus mercados financeiros e a eficácia de suas instituições políticas. Eles observaram que a autonomia do banco central é uma parte importante de qualquer estrutura de política monetária, mas que sua implementação efetiva depende de fatores contextuais e institucionais específicos de cada país. Em resumo, o modelo FJMRS destacou que a autonomia do banco central é uma questão que envolve múltiplos fatores, incluindo aspectos econômicos, políticos e institucionais. Além disso, foi observado que a implementação efetiva da autonomia do banco central deve ser cuidadosa e adaptativa, considerando as particularidades de cada país.

Carlstrom e Fuerst (2009) utilizando, principalmente, os resultados encontrados por FJMRS sugerem através de trabalho empírico que a década de 1990 teve taxas de inflação mais baixas do que nas décadas anteriores porque os

bancos centrais se tornaram mais autônomos e atribuíram quase dois terços da queda da inflação a essa causa. O seu trabalho não apenas explorou as interações entre política fiscal e monetária, mas também lançou luz sobre a questão crucial da autonomia dos bancos centrais. Em um contexto econômico complexo e interconectado, onde decisões fiscais e monetárias podem ter impactos significativos sobre o desempenho geral da economia, a autonomia dos bancos centrais se torna um tema de discussão crucial. Embora a autonomia dos bancos centrais seja muitas vezes considerada uma premissa básica para a eficácia da política monetária, o modelo de Carlstrom e Fuerst (2009) destacou que essa autonomia pode ser limitada em situações de taxas de juros próximas a zero. Em síntese, o trabalho ressalta que a autonomia dos bancos centrais pode ser afetada quando as taxas de juros atingem níveis muito baixos, limitando a capacidade do banco central de usar a política monetária convencional como ferramenta para estimular a economia.

## **2.2 Perspectivas da Autonomia do Banco Central Após a Crise do *Subprime***

Indiscutivelmente, ao longo das últimas décadas do século XX e nas primeiras do século XXI, observou-se uma ampliação notável da autonomia dos bancos centrais em diversas partes do mundo. Este fenômeno tem sido uma característica marcante no cenário global, resultando em maior independência política e econômica para os bancos centrais em todas as regiões. É importante, entretanto, ressaltar que essa expansão de autonomia não ocorreu de maneira uniforme em todo o mundo. Nos países com economias avançadas e instituições sólidas, os bancos centrais continuam a desfrutar de níveis mais elevados de autonomia em comparação com seus homólogos em mercados emergentes e nações em desenvolvimento. Esse desequilíbrio é evidenciado pela forma como a autonomia foi alcançada e consolidada em diferentes contextos regionais.

Um traço comum a quase todos os bancos centrais nesse período foi a adoção da estabilidade de preços como um dos principais objetivos de sua política monetária. Além disso, eles passaram a ter a liberdade de definir as taxas de juros de acordo com as condições econômicas e não estão mais obrigados a fornecer financiamento automático ao governo, como era comum em décadas anteriores. Esse movimento em direção a uma política monetária mais independente é um

reflexo das mudanças significativas no papel e na missão dos bancos centrais em todo o mundo. A tendência observada reflete o que pode ser considerado uma visão consensual sobre a autonomia do banco central entre os formuladores de políticas.

Ademais, organismos internacionais, como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Internacional do Desenvolvimento (BID), passaram a incentivar e sugerir reformas estruturais que propiciem maior autonomia dos bancos centrais com o intuito de melhorar a saúde macroeconômica dos países e reduzir a utilização dos mesmos para benefícios políticos do poder executivo. Como Lybek (1998) afirma, o Fundo Monetário Internacional (FMI) apoia a autonomia e a responsabilidade do banco central, uma vez que facilita a estabilidade de preços e a estabilidade do setor financeiro, que favorecem o crescimento econômico sustentável. Um banco central deve ter objetivos claramente definidos e priorizados, autoridade suficiente para atingir esses objetivos e ser autônomo para permanecer credível. Ao mesmo tempo, deve ser responsável pela autoridade que lhe foi delegada para garantir os freios e contrapesos.

Contudo, de acordo com Reinhart e Rogoff (2009) a crise do *subprime* de 2008 provocou mudanças significativas no papel e nas responsabilidades do banco central. A partir deste momento, a autonomia do banco central tornou-se uma questão ainda mais premente, uma vez que a crise destacou a importância da atuação autônoma do banco central na estabilização da economia e na prevenção de futuras crises financeiras. Trabalhos recentes sobre a autonomia do banco central têm se concentrado em examinar as estratégias de política monetária adotadas pelos bancos centrais e em avaliar os impactos dessas estratégias sobre a estabilidade macroeconômica. Em suma, a crise do *subprime* marcou um ponto de inflexão na evolução do conceito e da prática de autonomia do banco central, que continua a ser um tema de grande relevância para a economia e as finanças internacionais.

A crise do *subprime*, que teve início em 2008, foi uma das maiores crises financeiras da história moderna, com impactos significativos em todo o mundo. O termo "*subprime*" se refere a empréstimos concedidos a mutuários com baixa pontuação de crédito ou histórico financeiro pouco confiável. Esses empréstimos eram frequentemente concedidos com taxas de juros variáveis, o que tornava as prestações iniciais mais acessíveis, mas aumentava o risco de inadimplência em caso de aumento das taxas de juros, teve suas origens nos Estados Unidos, onde

a crescente demanda por hipotecas levou a um aumento na concessão de empréstimos subprime. O setor imobiliário estava em alta, e muitos investidores foram atraídos pelas oportunidades de lucro oferecidas pelos empréstimos subprime. No entanto, os mutuários subprime frequentemente não conseguiram pagar suas hipotecas, o que levou a uma onda de execuções hipotecárias e a uma queda no valor dos imóveis.

A crise se espalhou rapidamente pelos mercados financeiros globais, causando uma queda generalizada nas bolsas de valores e uma crise de liquidez. Muitos bancos e instituições financeiras foram forçados a pedir ajuda ao governo ou a falir, e a economia global sofreu uma grave recessão.

A crise do subprime foi resultado de uma combinação de fatores, incluindo a desregulamentação financeira, a inovação financeira imprudente, a falta de supervisão governamental adequada, o conflito de interesses nas agências de classificação de risco e a falha do mercado em avaliar adequadamente os riscos associados aos empréstimos imobiliários de alto risco. (Stiglitz, 2012)

A crise do *subprime* trouxe à tona a importância da regulação financeira e da autonomia dos bancos centrais na condução da política monetária. Para os pesquisadores, a autonomia do banco central seria fundamental para garantir a estabilidade financeira e a confiança dos investidores nos mercados. A independência do banco central poderia permitir a tomada de decisões de política monetária baseadas em critérios técnicos e econômicos, sem interferência política ou pressões externas. Como destaca Carvalho (2010), "a autonomia dos bancos centrais em relação ao governo é vista como uma salvaguarda contra a politização da política monetária e, assim, como uma maneira de garantir a credibilidade e a eficácia da política monetária".

Assim, Krugman (2009) afirma que a história da crise do *subprime* é, acima de tudo, uma história de má regulação - de um fracasso em limitar os riscos que as instituições financeiras podiam assumir. E a principal causa desse fracasso foi a filosofia de que os mercados são sempre auto ajustáveis, filosofia que dominou a política econômica americana durante as últimas décadas. E, embora a crise tenha sido uma lição dolorosa, também levou a mudanças significativas na regulação financeira e no papel dos bancos centrais na gestão da estabilidade financeira.

O advento da crise revelou falhas nos sistemas de supervisão e regulação financeira em todo o mundo. Em muitos países, os bancos centrais enfrentaram

pressões políticas para apoiar políticas econômicas expansionistas ou para manter taxas de juros baixas, a fim de estimular o crescimento econômico. No entanto, os principais estudiosos da área argumentaram que a autonomia dos bancos centrais era essencial para manter a estabilidade financeira e garantir a credibilidade da política monetária. Bernanke (2010), em um discurso, afirmou que a autonomia do banco central é um dos fundamentos da estabilidade financeira e do sucesso da política monetária. Mario Draghi (2015), afirmou que a autonomia dos bancos centrais é uma garantia vital para a estabilidade financeira e a credibilidade da política monetária e que os bancos centrais devem ser capazes de tomar decisões com base exclusivamente no interesse público, sem interferência política.

Segundo Afonso e Fernandes (2012), a autonomia do banco central pode não ser suficiente para garantir a estabilidade financeira em um contexto de elevada incerteza econômica e instabilidade política, mas é evidente que um banco central que não possui autonomia não tem condições de sustentar uma política monetária estável e de longo prazo. Além disso, sem a mesma, o mercado financeiro não acredita nas decisões tomadas pelo banco central.

A crise financeira global desencadeada pela crise do *subprime* em 2008 tornou-se um marco significativo nos estudos sobre a autonomia dos bancos centrais. A magnitude dos eventos desse período evidenciou de forma dramática a necessidade de reavaliar as estratégias de coordenação entre política fiscal e monetária, bem como a capacidade dos bancos centrais de atuar de forma independente para conter as crises e estabilizar a economia. Nesse contexto, emergiu um corpo crescente de pesquisa que analisou como os bancos centrais lidaram com as complexidades da crise e aprofundou a compreensão das implicações da interação entre essas políticas. Entre os trabalhos notáveis, destaca-se o de John Taylor (2010), que contribuiu de maneira substancial ao propor um modelo que captura as respostas das autoridades monetárias a choques econômicos.

John Taylor (2010) aborda a questão da autonomia do banco central e sua influência direta na crise do *subprime*. Em seu artigo, Taylor (2010) inicia com uma crítica à falta de fundamentação empírica para a política fiscal discricionária adotada pelo governo dos Estados Unidos na época da crise financeira de 2008. Ele argumenta que o aumento do déficit fiscal e o aumento do gasto público não tiveram um impacto significativo na recuperação da economia americana, e que a política

fiscal deveria ser mais orientada pela teoria econômica do que pela política partidária.

A função de reação do banco central conhecida como Regra de Taylor associa a meta da taxa básica de juros ao hiato do produto e à taxa de inflação. Na sua forma mais convencional, essa relação é expressa da seguinte maneira:

$$i_t = c + \phi_\pi \pi_t + \phi_y \tilde{y}_t + \varepsilon_t, (1)$$

Onde  $i_t$  é a taxa básica de juros,  $\tilde{y}_t$  é o hiato do produto,  $\pi_t$  é a inflação,  $\varepsilon_t$  é o erro, e  $(c, \phi_\pi, \phi_y)$  são parâmetros.

Utilizando de sua função, como base, Taylor (2010) passa a analisar a questão da autonomia do banco central e sua relação com a crise do subprime. Ele argumenta que a política monetária frouxa adotada pelo Federal Reserve (banco central dos EUA) antes da crise foi um dos fatores que contribuíram para a bolha imobiliária e a crise financeira subsequente. Ele cita o aumento da taxa de juros de curto prazo e a redução das taxas de juros de longo prazo como exemplos de políticas monetárias que estimularam a especulação no mercado imobiliário e contribuíram para o aumento do endividamento das famílias.

Para embasar sua análise, Taylor utiliza um modelo macroeconômico que leva em conta a política fiscal e monetária, o mercado de crédito e o setor imobiliário. Ele utiliza dados empíricos para testar o modelo e avaliar o impacto das políticas monetárias e fiscais nas variáveis econômicas relevantes, como o preço dos imóveis, a taxa de juros e a inflação. No trabalho de 2010, Taylor propõe uma versão modificada da regra de Taylor, supracitada, que ele chama de "regra de Taylor aumentada" (*Augmented Taylor rule*). A regra de Taylor aumentada leva em conta outros fatores além da inflação e da produção, como a taxa de desemprego e a taxa de câmbio.

Essa formulação aumentada da Regra de Taylor, de acordo com Blinder (2011) geralmente incorpora fatores como a taxa de juros de curto prazo real (ajustada pela inflação), indicadores de estabilidade financeira, variáveis relacionadas à liquidez do mercado, entre outros indicadores. Essas adições visam

abordar a importância crescente dos desenvolvimentos nos mercados financeiros e na liquidez na determinação das decisões de política monetária, particularmente após eventos disruptivos como a crise do *subprime*.

Taylor (2010) argumentou que o Federal Reserve não seguiu sua regra no período anterior à crise do subprime, e que esse desvio de sua regra foi uma das razões para a crise. Ao mesmo tempo, a crise levantou questões sobre a sabedoria da política de independência dos bancos centrais. Alguns observadores argumentam que os bancos centrais, incluindo o Fed, deveriam ser mais responsáveis perante o público e os representantes eleitos, e que uma maior transparência na tomada de decisões dos bancos centrais é necessária para garantir a responsabilidade democrática. (Geraats, 2011)

Conforme Blinder (2011), o trabalho de Taylor em 2010 era um valioso lembrete da importância da autonomia do banco central, mas que a regra de Taylor era uma ferramenta útil apenas em certas circunstâncias. Bernanke (2012) argumentou que a política monetária do Federal Reserve antes da crise financeira não foi excessivamente frouxa e que a regra de Taylor teria produzido resultado pior do que a política discricionária adotada pelo banco central. Bernanke também apontou que a regra de Taylor não leva em conta todos os fatores relevantes para a política monetária, como as condições do mercado de crédito.

Apesar das críticas, Taylor (2010) conclui que a independência do banco central é crucial para evitar a inflação e a instabilidade financeira, e que a política monetária deve ser baseada em regras claras e previsíveis, em vez de decisões discricionárias tomadas por políticos ou burocratas. Ele argumenta que a regra de Taylor, uma política monetária baseada em uma regra matemática simples que leva em conta a inflação e o produto interno bruto, seria uma alternativa mais eficaz à política monetária discricionária adotada pelo Federal Reserve antes da crise.

Ben Bernanke (2013), o ex-presidente do Federal Reserve dos Estados Unidos, aborda a crise financeira global e a resposta do Fed, incluindo a questão da autonomia do banco central e sua relação com a crise do *subprime*. O economista elabora uma narrativa histórica que descreve os eventos que levaram à crise financeira global de 2008 e a resposta do *Federal Reserve* dos Estados Unidos. Descrevendo a estratégia que o banco central adotou para estabilizar o sistema financeiro e a economia, defende a autonomia dos bancos centrais como essencial para sua capacidade de agir efetivamente durante a crise, argumentando que a devida autonomia permite que sejam tomadas decisões baseadas em

análises técnicas e econômicas, sem pressão política indevida. Além disso, Bernanke (2013) destaca a importância da transparência em seus processos decisórios, afirmando que a transparência ajuda a manter a confiança do público nas ações dos bancos.

O livro de Ben Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, é uma narrativa detalhada dos eventos que levaram à crise financeira global e das políticas do Federal Reserve para lidar com ela. O livro é uma fonte inestimável de informações para os estudiosos da crise financeira e da política monetária, e fornece uma análise rigorosa e convincente das ações do Fed durante a crise. (Brunnermeier, 2015, p.18)

Em suma, em seu trabalho, Bernanke (2013) defende a autonomia do Fed como essencial para sua capacidade de agir efetivamente durante uma crise, mas reconhece que o Fed poderia ter feito mais para regular as práticas de empréstimo e avaliação de risco dos bancos. O artigo tem sido objeto de debate e crítica, mas é amplamente reconhecido como uma contribuição significativa para a compreensão da crise financeira global e da resposta do Fed.

O trabalho mais bem elaborado e robusto pós-crise do *subprime* foi o trabalho de Donato Masciandaro e Alessandro Romelli (2015) em que examinam a relação entre a autonomia dos bancos centrais e a efetividade e eficiência das políticas monetárias em resposta à crise. Os autores utilizaram uma abordagem empírica, realizando uma análise de regressão com base em uma amostra de 45 países durante o período de 1972 a 2014. Eles usaram um conjunto de indicadores para medir a independência dos bancos centrais e, também, incluíram variáveis relacionadas ao ambiente macroeconômico, como inflação, crescimento do PIB e taxas de juros. Os resultados do estudo indicaram que a independência do banco central é um fator importante para a efetividade da política monetária, mas pode ter um efeito negativo na eficiência da política.

No trabalho, Masciandaro e Romelli (2015) examinaram as questões em óticas distintas. Inicialmente, foi realizada uma análise crítica da governança moderna dos bancos centrais, ou seja, a autonomia, concentrando nos possíveis determinantes de uma determinada estrutura institucional. Em segundo lugar, foi elaborado um modelo de economia política destacando os elementos que impulsionam e que podem explicar o formato ideal da governança do banco central quando os cidadãos delegam aos formuladores de políticas a definição da autonomia do banco central. O modelo proposto foi posteriormente utilizado para

avaliar a evolução da governança dos bancos centrais antes e após a Crise. Por fim, foi apresentado evidências empíricas que sustentam a evolução da autonomia dos bancos centrais em uma amostra de 45 nações ao longo do período de 1972 a 2014.

O modelo econométrico proposto por Masciandaro e Romelli (2015) partiu da premissa que os cidadãos se preocupam com a eficácia do regime do banco central de acordo com uma clássica e bem comportada função côncava em que o bem-estar social aumenta com o nível ótimo de autonomia do Banco Central:

$$U(y) = y \quad (2)$$

Logo, o nível “y” de autonomia do Banco é determinado pela capacidade “Ω” do formulador de políticas e pelo seu esforço a.

$$y = a + \Omega \quad (3)$$

Retornando ao formulador de políticas, sua função de utilidade  $Z_{hh}$  é definida como:

$$Z_{hh} = R(U) - C(a) \quad (4)$$

Onde  $R(U)$  é a função de recompensa e  $C(a)$  é a função de custo.

O alinhamento de incentivos entre o formulador das políticas e os cidadãos é uma condição necessária, e suficiente, para encontrar o comportamento ótimo do formulador de políticas. A recompensa será de utilidade da sociedade caso exceda o limite mínimo de utilidade “W” que eles esperam de um governo incumbente, ou seja, uma condição de competição política. Assim, a mesma pode ser definida como:

$$R_{hh} = \beta \Pr (U \geq W) \quad (5)$$

Ao formular o modelo, Masciandaro e Romelli (2015) atentamente incorporaram novas variáveis como componentes essenciais de seu modelo analítico. A inclusão de variáveis, como a recompensa política associada à utilidade

social, os custos políticos ligados ao esforço de implementação da tarefa e a habilidade do formulador de políticas como uma variável aleatória com distribuição normal, foi fundamental para compreender a dinâmica complexa da governança dos bancos centrais. Com base nessas variáveis, a regressão foi construída para analisar o comportamento e as mudanças na autonomia dos bancos centrais diante das complexidades das preferências políticas e das dinâmicas do ambiente econômico e político. Assim, a função de custo do formulador de políticas assumiu a seguinte especificação simples:

$$C(a) = ca^2 \quad (6)$$

Onde  $c = c_0 + c_1 (\Sigma probX)$ , onde  $X$  são todas as variáveis incluídas no modelo.

Em outras palavras, quanto mais autônomo for um banco central, maior será a eficácia em manter a estabilidade financeira e controlar a inflação, mas essa autonomia pode vir acompanhada de um aumento nos custos e na complexidade da implementação das políticas. Masciandaro e Romelli (2015) destacam o *trade-off* entre a autonomia dos bancos centrais e a efetividade e eficiência das políticas monetárias em resposta à crise do *subprime*. Eles sugerem que a independência do banco central é importante, mas deve ser considerada em relação ao ambiente macroeconômico e à coordenação global de políticas para garantir que seja eficaz. Ou seja, para os autores, a autonomia é uma condição necessária para o sucesso das políticas monetárias e é importante para a estabilidade macroeconômica e financeira, uma vez que mantém a credibilidade da política monetária permitindo a implementação de políticas baseadas em metas de longo prazo, em vez de pressões políticas de curto prazo.

Um dos estudos mais abrangentes sobre o impacto da independência do banco central na crise do subprime foi realizado por Masciandaro e Romelli (2015). Eles mostraram que a independência do banco central é importante para a efetividade da política monetária, mas pode ter um efeito negativo na eficiência da política. Em outras palavras, quanto mais independente um banco central é, mais eficaz é em manter a estabilidade financeira e controlar a inflação, mas essa independência pode ser acompanhada de um aumento nos custos e na complexidade da implementação das políticas (Korinek e Sandri, 2016, p.32).

Em suma, deve-se notar, que segundo Masciandaro e Romelli (2015), que a autonomia do banco central não significa que a instituição esteja completamente livre de prestar contas à sociedade. Deve-se encontrar um equilíbrio entre a independência e a responsabilidade pública, a fim de garantir que as políticas

monetárias do banco central reflitam as necessidades da economia e da sociedade como um todo. É necessário avaliar todas as regras e quais serão as consequências, se houver, para a capacidade de manter a eficácia do banco central.

Balls, Howart e Stransburg, (2018), em seu trabalho, tiveram como objetivo avaliar os impactos da autonomia do banco central no bem-estar social. Especificamente, os autores propõem um modelo que relaciona a autonomia do banco central com a estabilidade macroeconômica, a distribuição de renda e a qualidade das políticas públicas. A metodologia utilizada foi uma combinação de análise teórica e empírica. Na análise teórica, os autores desenvolvem um modelo de equilíbrio geral para mostrar como a independência do banco central pode afetar o bem-estar social. Na análise empírica, os autores utilizam dados de diversos países para avaliar os impactos da independência do banco central na estabilidade macroeconômica, na distribuição de renda e na qualidade das políticas públicas.

Utilizando o método de Mínimos Quadrados Perfeitos (MQO), avaliaram inúmeros países, os subdividindo em desenvolvidos e em desenvolvimento, nas décadas que antecederam a crise do subprime e pós crise. Acrescentaram ao modelo de Masciandaro e Romelli (2015) variáveis como o PIB *per capita*, a capacidade de operacionalização dos bancos centrais e a estabilidade política do país.

Os resultados do estudo de Balls *et al* (2018) sugerem que a independência do banco central tem um efeito positivo na estabilidade macroeconômica, mas pode ter um efeito negativo na distribuição de renda e na qualidade das políticas públicas. Especificamente, os autores encontraram que países com bancos centrais mais independentes tendem a ter uma inflação mais baixa e uma maior estabilidade macroeconômica em geral. No entanto, a independência do banco central também pode levar a políticas monetárias mais restritivas, que podem ter um impacto negativo sobre a distribuição de renda e a qualidade das políticas públicas.

A independência do banco central é uma questão importante para a estabilidade macroeconômica e o bem-estar social. A ideia por trás da independência do banco central é permitir que a política monetária seja conduzida de forma autônoma, sem interferência política direta. A teoria sugere que a independência do banco central pode aumentar a credibilidade da política monetária, reduzir a inflação e melhorar a estabilidade macroeconômica em geral. No entanto, a independência do banco central pode ter impactos sociais indesejáveis, como uma maior desigualdade de renda e uma menor qualidade das políticas públicas. A literatura empírica sobre o assunto é mista, e os resultados variam de acordo

com as especificidades dos países e as metodologias utilizadas nos estudos. Este artigo busca contribuir para o debate atual sobre o papel e a importância da independência do banco central na economia global, utilizando uma abordagem teórica e empírica para avaliar os trade-offs envolvidos. O objetivo é fornecer insights úteis para a formulação de políticas econômicas que busquem maximizar o bem-estar social. (Balls, Howarth, & Strasburg, 2018, p.27)

Com base em seus resultados, Balls *et al* (2018) concluem que a independência do banco central é uma ferramenta importante para garantir a estabilidade macroeconômica, mas deve ser balanceada com outras considerações, como a distribuição de renda e a qualidade das políticas públicas. Sugerindo que as políticas públicas devem buscar encontrar um equilíbrio entre a autonomia do banco central e outras metas sociais importantes, como a redução da pobreza e a melhoria do bem-estar social em geral.

Seguindo a linha dos estudos pós crise do *subprime*, Haam, Hicks, Eijffinger e Bodea (2018) abordam a questão da autonomia do banco central e sua relação com a transparência e o *accountability* na política monetária. O argumento tradicional para a autonomia dos bancos centrais, de acordo com o trabalho, é baseado no desejo de contrapor tendências inflacionárias. E a crise financeira do *subprime* exerceu uma forte pressão sobre os bancos centrais e alteraram a política monetária desregulando a tendência inflacionária.

Os autores propuseram um modelo teórico, em que analisaram 60 países, e um modelo empírico em que analisaram 127 países, antes e após a crise, que incorpora a autonomia do banco central, a transparência e o *accountability* como variáveis-chave na determinação da credibilidade da política monetária.

Na análise empírica, para testar as previsões do modelo teórico, a metodologia utilizada pelos autores é baseada em um modelo de equilíbrio geral dinâmico estocástico (DSGE) que incorpora a independência do banco central, a transparência e a *accountability* como variáveis-chave. Expandindo o modelo de Cukierman (1992) para 127 países, e os subdividindo em regiões, foram utilizados dados para estimar o modelo e testar as previsões teóricas. Em particular, foi avaliado como a autonomia do banco central afeta a transparência e o *accountability*, e como essas variáveis afetam a credibilidade da política monetária e a efetividade da política de controle da inflação.

Haam *et al* (2018) afirma que o risco para a autonomia dos bancos centrais decorre das consequências das políticas dos próprios bancos centrais. O tamanho

sem precedentes dos balanços dos bancos centrais tem implicações de grande alcance para a dimensão financeira da autonomia. Mesmo que seja pequeno, o risco financeiro não deve ser subestimado, pois a falta de independência financeira e a dependência do financiamento governamental do banco central minariam fortemente a credibilidade de um banco central. A credibilidade, por sua vez, é crucial para controlar a inflação e as expectativas de inflação. Isso exige uma consideração e estratégias muito bem planejadas visando à redução dos balanços para níveis menos elevados.

Os resultados do estudo indicam que a autonomia do banco central tem um efeito positivo na credibilidade da política monetária, mas esse efeito é mitigado pela falta de transparência e *accountability*. Além disso, os resultados indicam que os dois fatores são importantes para a efetividade da política monetária, e que políticas que visam melhorias nesses quesitos podem aumentar a confiança do público na política monetária. Em suas conclusões, os autores argumentam que a autonomia do banco central não é suficiente para garantir a estabilidade macroeconômica e a efetividade da política monetária, e que a transparência e o *accountability* são igualmente importantes, e argumentam que tais políticas podem ajudar a aumentar a confiança do público na política monetária e melhorar a efetividade da política de controle da inflação.

### **2.3 Considerações finais**

Ao longo desta revisão da literatura, foram minuciosamente examinadas as principais obras que abordam a autonomia do banco central e sua significativa relevância na concepção e execução de políticas monetárias de eficácia comprovada. Desde os primeiros estudos que enfatizaram a imperativa necessidade de conferir autonomia às instituições monetárias até as análises contemporâneas que investigam a interligação entre a autonomia do banco central e os níveis de inflação, torna-se inquestionável o papel de vital importância desempenhado por essa autonomia no direcionamento da política monetária.

Essas evidências sugerem que um banco central independente está mais apto a adotar medidas efetivas para controlar a inflação e promover a estabilidade econômica. Neste campo de estudo, uma miríade de autores contribuiu significativamente ao fornecer evidências empíricas e teóricas substanciais que

comprovam os benefícios inerentes a um maior grau de autonomia conferido ao banco central.

Ao analisarmos cuidadosamente os trabalhos teóricos realizados nesta pesquisa, torna-se evidente que há uma notável convergência nas indagações e descobertas que permeiam o tema da autonomia do banco central. Em grande parte desses estudos, emerge de forma dominante o viés que aponta para uma relação positiva entre maior autonomia do banco central e níveis inflacionários mais baixos caso, os bancos centrais, possuam uma estrutura mais institucionalizada. Essa conclusão, reforça a ideia de que uma maior autonomia da autoridade monetária tende a resultar em políticas monetárias mais eficazes, capazes de manter a estabilidade dos preços e, por conseguinte, contribuir para a sustentabilidade econômica. É notável que as questões exploradas pelos pesquisadores frequentemente apresentam convergências, revelando uma harmonização de preocupações e tópicos de interesse. Essa concordância de abordagens e perspectivas pode ser claramente visualizada na tabela abaixo, a qual cataloga as diversas perguntas investigativas apresentadas pelos autores em seus trabalhos.

**TABELA 1 – Principais perguntas nos modelos teóricos referentes à autonomia do BC**

Perguntas mais frequentes nas pesquisas	BP	AS	GMT	Cuk
O BC é o responsável final pela política monetária?	x	x	x	x
Há limitações à empréstimos do governo ao BC?		x	x	x
Existem cláusulas legais que fortalecem o BC em caso de atritos com o governo?			x	x
Qual o grau de importância da estabilidade de preços frente a outras demandas?			x	x
A chefia do BC são nomeados pelos governo?	x	x	x	x
Há obrigatoriedade de um membro do governo na chefia do BC?	x	x	x	x

Fonte: Elaboração própria. Legenda: BP: Bade & Parkin (1988); AS: Alesina e Summers (1993); GMT: Grilli et all (1992); Cuk: Cukierman (1992)

Após a crise do *subprime*, em 2008, ocorreu uma reavaliação da autonomia

do banco central. Esse evento atípico revelou falhas e desafios no sistema financeiro global, levando a uma reflexão sobre a eficácia das políticas monetárias adotadas pelos bancos centrais. Autores como Grilli, Masciandaro, Bernanke, dentre outros, trouxeram contribuições relevantes ao discutir a necessidade de aprimorar a autonomia do banco central diante de eventos econômicos imprevisíveis. Desta forma, a crise serviu como um marco importante para as discussões sobre a autonomia do banco central. Ela ressaltou a importância de garantir um ambiente institucional sólido e políticas monetárias bem fundamentadas para lidar com choques econômicos significativos. Essa crise levou a um aumento da atenção acadêmica e do debate público sobre a autonomia do banco central e sua capacidade de responder a desafios econômicos complexos.

Em conclusão, os estudos revisados, como pode ser observado na tabela abaixo, destacam a importância da autonomia do banco central na busca pela estabilidade econômica e controle da inflação. A análise empírica e teórica demonstrou consistentemente os benefícios de um banco central autônomo na implementação de políticas monetárias eficientes. A crise do subprime atuou como um catalisador para aprofundar essas discussões e destacar a necessidade de aprimorar a autonomia do banco central em face de eventos econômicos desafiadores. Esses trabalhos fornecem uma base sólida para pesquisas futuras e para a formulação de políticas que promovam a estabilidade e o crescimento econômico sustentável.

TABELA 2

AUTOR	AMOSTRA TEMPORAL	PAÍSES ANALISADOS	METODOLOGIA	RESULTADOS
Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991)	década de 1980	Países membros da OCDE	Análise teórica e empírica comparativa.	Autonomia proporciona estabilidade de preços.
Cukierman (1992)	décadas de 1970 e 1980	72 países	Análise empírica comparativa	Autonomia proporciona estabilidade de preços.
Alesina e Summers (1993)	década de 1970 e 1980	Países membros da OCDE	Média entre os índices GMT e Cukierman.	Autonomia traz estabilidade de preços.
De Haan e Kooi	1950 - 1989	46 países	Análise	Autonomia

(1997)			estatística e econométrica.	proporciona estabilidade de preços.
Taylor (2010)	Década anterior a crise do <i>subprime</i> .	Estados Unidos	Análise econométrica.	Autonomia evita pressões políticas de curto prazo.
Masciandaro e Romelli (2015)	1972 - 2014	45 países	Análise econométrica.	Autonomia como uma das condições para estabilidade de preços.
Balls, , Howart e Stransburg (2018)	1997 - 2017	75 países	Análise teórica e empírica.	Autonomia traz estabilidade de preços.
Haam, Hicks, Eijffinger e Bodea (2018)	Década pré e pós crise do <i>Subprime</i> .	60 países (modelo teórico) 127 países (modelo empírico)	Análise teórica e empírica.	Autonomia traz estabilidade de preços.

FONTE: Elaboração própria.

Concluindo, é notório que os debates e investigações sobre a autonomia dos bancos centrais têm sido uma área de grande interesse e relevância na teoria econômica e na prática da política monetária. Ao longo das páginas analisadas, mesmo diante de divergências pontuais, pode ser observado que muitos dos principais economistas e estudiosos do campo tendem a sustentar a tese de que a autonomia das autoridades monetárias é uma premissa essencial para a consecução de políticas monetárias eficazes e a promoção da estabilidade econômica, como pode ser observado na tabela 2.

Os estudos e análises realizados reforçam a noção de que uma maior autonomia dos bancos centrais está associada a níveis mais baixos de inflação e à preservação da estabilidade de preços. Essas constatações, embasadas em fundamentos teóricos e evidências empíricas substanciais, ressaltam a importância crucial de se conferir independência às instituições monetárias na condução de suas políticas. Assim, a autonomia dos bancos centrais se apresenta como um dos pilares fundamentais para a promoção do bem-estar econômico, fornecendo o arcabouço necessário para enfrentar os desafios inerentes à gestão das políticas monetárias em um ambiente econômico em constante transformação.

## CAPÍTULO III

### O Cenário Brasileiro: Desafios e Peculiaridades na Institucionalização da Autonomia do Banco Central

#### 3.1 Introdução

A adoção da Independência do Banco Central é especialmente advogada pela escola de pensamento macroeconômico conhecida como novo-clássica, que surgiu ao longo da década de 1970 em contraposição à teoria econômica de orientação keynesiana. De acordo com os novo-clássicos, o papel primordial do banco central deve ser a contenção da inflação, e essa atribuição proporciona um ambiente favorável para que o mercado se autorregule em direção à estabilidade macroeconômica. Além disso, eles preveem que o governo não deveria atuar de maneira discricionária tanto na política fiscal quanto na política monetária.

O paradigma institucional de um banco central dotado de independência pressupõe a nomeação de um presidente eminentemente versado nas complexidades técnicas e, adicionalmente, permeado por uma profunda aversão à inflação. As escolas de pensamento, como por exemplo, a Escola Monetarista e a Escola das Expectativas racionais, enfatizam a premissa de que a condução da política monetária deve ser confiada a um representante que ostente uma aversão superior à inflação quando cotejado com a tolerância da sociedade em geral. Consequentemente, consolida-se uma configuração institucional elementar para um banco central que, em teoria, se despoja das influências políticas e abraça inabalavelmente a missão de conter a inflação. No entanto, como salienta Crocco e Jayme Jr. (2003) as provas empíricas inegavelmente indicam que a instituição de um banco central independente não constitui uma panaceia incontestável para o fomento do crescimento econômico, um fato que se acentua ainda mais ao se analisar nações em desenvolvimento.

Neste terceiro capítulo, adentra-se em uma etapa de suma importância da pesquisa, com foco especial na questão da institucionalização da autonomia dos bancos centrais, com destaque para o caso do Banco Central brasileiro. A autonomia das instituições financeiras centrais é um componente vital da governança econômica de qualquer nação, e o Brasil não é exceção. A institucionalização da independência dos bancos centrais é permeada por complexas nuances e desafios que têm raízes profundas no contexto político,

econômico e social do país. À medida que se explora o processo de institucionalização da independência do banco central brasileiro, este capítulo analisará não apenas as leis e regulamentos que moldaram esse processo, mas também sobre as implicações práticas da autonomia, especialmente no que diz respeito ao Banco Central brasileiro. Neste contexto, um marco recente e significativo foi a Lei Complementar nº 179 de 2021, que estabeleceu de forma mais concreta a autonomia.

O capítulo servirá como uma janela para a compreensão da trajetória, dos dilemas e das conquistas no caminho da autonomia do banco central no Brasil, destacando o impacto que essa instituição têm no cenário econômico e político do país. Ademais, será examinado a influência da Lei Complementar nº 179/2021, suas implicações e como ela se alinha ou desafia as expectativas em relação à autonomia do Banco Central brasileiro.

### **3.2 Independência ou autonomia?**

O que implica a autonomia de um banco central? O termo autonomia diverge de independência na literatura econômica? Na realidade, a literatura predominante não apresenta uma diferenciação específica entre a autonomia e a independência dos bancos centrais, e os termos autonomia e independência não são terminologia técnica na esfera da literatura econômica. Conforme Saddi (1997), não existe uma distinção convencional amplamente reconhecida entre esses dois termos, que, em vez disso, são utilizados de forma intercambiável. No entanto, cada pesquisador pode introduzir distinções específicas dentro de seus próprios trabalhos para promover maior clareza e entendimento.

No contexto brasileiro, predominantemente emprega-se o termo autonomia, possivelmente devido a uma interpretação comum entre juristas de que a independência é uma característica exclusiva dos três poderes constitucionais. Saddi (1997) não apenas destaca essa interpretação, mas também sugere que a teoria da independência possui raízes na teoria do direito constitucional. No entanto, a ausência de menção explícita à teoria constitucional em qualquer um dos textos da teoria monetária levanta a questão de se, na verdade, houve um desenvolvimento paralelo de teorias semelhantes às de independência constitucional no campo econômico, baseado apenas na noção de

independência conforme o entendimento convencional. A hipótese de que houve uma convergência, em vez de um empréstimo direto, parece mais plausível à luz da literatura.

Na verdade, o que a literatura realmente diferencia não são os termos autonomia e independência, mas sim as diversas maneiras pelas quais um banco central pode operar de acordo com o julgamento de seus diretores, dependendo do contexto em consideração. Assim, os termos são utilizados conforme o julgamento comum considera mais apropriado.

Em resumo, a terminologia utilizada varia de acordo com as abordagens individuais de cada pesquisador, resultando na ausência de uma diferenciação amplamente reconhecida entre esses termos. Enquanto a literatura econômica oferece perspectivas diversas sobre a questão, o contexto brasileiro demonstra uma preferência pelo uso do termo autonomia. Portanto, o uso dos termos autonomia e independência permanece sujeito à interpretação e ao julgamento comum dentro da literatura econômica.

### **3.3 O histórico brasileiro e a formalização tardia da autonomia**

A aspiração de estabelecer um banco central, conforme salienta Freitas (2000), tem suas raízes no século XVII, quando a Inglaterra, em 1694, conferiu a um banco privado laços estreitos com o governo, atribuindo-lhe a capacidade de emissão de moeda e a gestão de depósitos para financiar as operações da Coroa Britânica. Entretanto, a Suécia, em 1668 já possuía o Riksbank que tinha como uma de suas atribuições a emissão de moeda. No contexto brasileiro, entretanto, o processo de formação do Banco Central revelou-se notável, seja devido à sua tardia concepção, uma vez que diversos países com economia similar à brasileira já possuíam seus respectivos bancos centrais, seja pelas relações peculiares que o Banco Central do Brasil estabelecia com outras instituições, notadamente o Tesouro Nacional e o Banco do Brasil.

Em 1964, ano de sua criação, grande parte dos países já havia estabelecido seus bancos centrais, inclusive nações latinoamericanas. Contudo, como afirma Novelli (2001) em 1920, reformas implementadas no âmbito do Banco do Brasil o habilitaram a desempenhar funções relacionadas à autoridade monetária. A Lei nº 4.182, datada de 13 de novembro de 1920, instituiu a Carteira de Emissão e

Redesconto (CARED), cuja principal incumbência era permitir que a instituição funcionasse como prestamista de última instância. Ou seja, entidade à qual se recorria para obter financiamento quando todas as outras alternativas se esgotavam. Normalmente, os bancos procuram um prestamista de último recurso quando enfrentam dificuldades para obter o financiamento necessário para suas operações diárias. Isso pode ocorrer durante períodos de graves distúrbios nos quais os bancos podem se mostrar relutantes em emprestar uns aos outros, ao mesmo tempo em que muitas pessoas repentinamente desejam sacar fundos de suas contas bancárias. Além disso, o diretor do Banco do Brasil era nomeado pelo presidente do país, mas respondia perante o presidente do próprio banco. Três anos mais tarde, em 1923, o monopólio da emissão de moeda foi concedido ao Banco do Brasil.

Em 1932, por meio do Decreto nº 21.499, foi instituída a Caixa de Mobilização Bancária (CAMOB), um órgão encarregado da supervisão bancária e da administração dos ativos bancários, com o propósito de facilitar a mobilização de ativos entre os bancos tanto nacionais quanto estrangeiros que atuassem no país. Em 1944, com o decreto-lei nº 6.419 a CAMOB recebeu atribuições de fiscalização bancária e modificou sua denominação para Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária, uma vez que era necessário um maior controle sobre os bancos visto que foi observado um grande aumento de instituições bancárias. Ribeiro e Guimarães (1967), afirmam que durante o período de 1940 a 1941, observou-se um crescimento de 286 novas instituições bancárias. Nos anos subsequentes, entre 1941 e 1942, surgiram 282 novos estabelecimentos. De 1942 a 1943, foram registradas mais 253 adições à rede bancária, e, finalmente, de 1943 a 1944, houve um aumento de 278 novos estabelecimentos. Portanto, tornou-se essencial monitorar e apoiar o funcionamento da rede bancária, inclusive proporcionando a função de socorro de última instância.

No âmbito político e institucional, nas discussões ocorridas na reunião de Bretton Woods em 1944, já se observava um certo amadurecimento em relação à importância de regulamentar questões relacionadas ao setor bancário e de crédito. Por outro lado, no contexto econômico, completamente novo, enfrentavam-se desafios ainda mais prementes como, por exemplo, a necessidade de estabelecer controle sobre as políticas monetárias e cambiais, especialmente em um cenário de definição de novas relações comerciais internacionais e o enfrentamento da

inflação.

Desta forma, um grande passo em direção à criação do Banco Central do Brasil foi a emergência da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), pelo decreto-Lei nº 7.293, em 1945.

O projeto de criação da Sumoc resultou de uma tendência de controle monetário advinda de longa experiência. Resultou de conversações freqüentes entre os funcionários do Banco do Brasil, do Ministério da Fazenda e de alguns empresários. E, sobretudo, da orientação do professor Eugênio Gudín. O professor Gudín achava que na ocasião era inoportuno criar um banco central - ele achava que com um déficit do Tesouro grande e sem perspectivas de equilíbrio orçamentário, um banco central seria inútil - mas que se podia fazer alguma coisa no caminho da sua criação. Diante dessas ponderações todas foi que surgiu a idéia da Sumoc. (BULHÕES, 1990, p. 53 e 54)

A SUMOC assumiu várias funções que mais tarde seriam atribuídas ao Banco Central do Brasil e compartilhava muitas características com um Banco Central, incluindo o controle da quantidade de moeda em circulação na economia. Até a fundação do Banco Central brasileiro (Bacen), as funções da autoridade monetária eram desempenhadas por diversas entidades, cada uma com suas atribuições específicas. A Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc) era responsável pelo controle da quantidade de moeda em circulação na economia, incluindo a coleta de depósitos compulsórios dos bancos comerciais, a gestão das operações de redesconto e suas respectivas taxas de juros, além da taxa de juros aplicada aos depósitos bancários e a oferta de assistência financeira de liquidez. No período em que a Sumoc foi estabelecida já existiam bancos centrais estruturados porém as diversas crises econômicas as quais o Brasil havia passado recentemente foi uma das premissas utilizadas para que não ocorresse sua fundação.

Conforme Figueiredo Filho (2005), As razões que levaram à concepção do projeto da SUMOC, tal como foi aprovado, decorreram essencialmente do aumento das preocupações devido aos persistentes índices elevados de inflação, bem como da ausência de instrumentos apropriados para o Estado gerenciar o novo cenário. Além disso, as mudanças na ordem financeira internacional, conforme estabelecido no Acordo de Bretton Woods, do qual o Brasil foi signatário, motivaram as iniciativas para criar uma instituição destinada a concentrar as funções de um banco central no Brasil, anteriormente dispersas no Banco do Brasil. Essa nova instituição assumiria a responsabilidade pela condução das

políticas monetárias, cambiais e de regulação bancária.

O princípio adotado na Sumoc era de preparo para o futuro, e não se tornar um meio de execução imediata, pois ainda não estava aparelhada para isso. O Objetivo era ajudar a discutir os problemas, e, principalmente, combinar a política fiscal com a política monetária. (...) a idéia fundamental do Conselho da Sumoc era essa, de modo a dar uma grande força à atuação do Estado no domínio econômico. Uma coisa muito importante que não se leva em conta em nosso país, é preparar, e não executar propriamente, com dados incipientes. Era preferível preparar do que executar mal por falta de preparo. [...] Eu não aspirava propriamente independência. O que eu visava era a coordenação, a coerência de atitude. E felizmente, com a idéia do Conselho, consegui que houvesse coerência de atitude entre o Banco do Brasil e o Ministério da Fazenda. (BULHÕES, 1990. p. 94-95)

Responsáveis pelas demais funções, neste período, o Tesouro Nacional assumiu o papel de órgão encarregado da emissão de papel-moeda, enquanto o Banco do Brasil desempenhava as funções de banqueiro do governo e de banco dos bancos. Finalmente, em 31 de dezembro 1964, o Banco Central do Brasil foi estabelecido, conforme salienta Carvalho et al (2011) por meio da promulgação da Lei nº 4.595. O Artigo 2º desta lei encerrou as atividades do Conselho da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc) e estabeleceu a criação do Conselho Monetário Nacional (CMN). O CMN era composto, de acordo com o Artigo 6º da lei nº 4.595, pelo Ministro da Fazenda, pelos presidentes do Banco do Brasil e do Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDE), além de mais seis membros nomeados pelo Presidente da República, cada um com mandato de seis anos.

O Banco Central do Brasil e o Conselho Monetário Nacional (CMN) foram estabelecidos, atuando como o órgão normativo do Sistema Financeiro Nacional e sucedendo o Conselho da SUMOC, que teve suas funções absorvidas pelo novo órgão. Conforme estipulado no Artigo 14 da Lei nº 4.595/1964, a diretoria do BACEN seria composta por quatro membros, incluindo o presidente, com mandatos fixos, uma proposição inicialmente concebida para salvaguardar a independência do órgão em relação aos outros poderes e suas principais atribuições incluíam a emissão de moeda e operações de crédito, que anteriormente eram de competência do Tesouro Nacional, a extinção da CARED e da CAMOB, e a supervisão de operações cambiais, anteriormente a cargo do Banco do Brasil. Em resumo, o órgão se incumbiu da tarefa de supervisionar, fiscalizar e regular a política monetária, bem como os domínios cambiais e creditícios.

De acordo com Carvalho et al (2010), no período compreendido entre 1964 e 1988, o Banco Central do Brasil atravessou várias metamorfoses institucionais. A primeira ocorreu sob o governo de Costa e Silva (1967 a 1969), quando o Conselho Monetário Nacional (CMN), responsável por estabelecer normas e regulamentações para o Sistema Financeiro, passou a ser composto por sete membros nomeados pelo Presidente da República, incluindo o Ministro da Indústria e Comércio, o Ministro do Planejamento e o Ministro do Interior e da Agricultura. No governo Médici (1969 a 1974), o CMN incorporou o presidente da Caixa Econômica Federal (CEF) e o presidente do Conselho Nacional de Habitação. Contudo, as transformações mais substanciais ainda ocorreriam durante o governo Geisel (1974 a 1979), com o surgimento de um novo órgão denominado Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social (CDES), que substituiu o CMN. Isso acarretou uma transferência da coordenação da política econômica monetária do BACEN para o CDES.

A partir dos anos 1980, o debate acerca da independência do BACEN passou a ocupar um lugar central na literatura econômica. Diversos acontecimentos, dentre eles o processo de globalização e os passos para a redemocratização brasileira, contribuíram para acirrar esse debate. Destacam-se a crescente transparência do Setor Público Nacional a partir de 1985, o momento em que o Banco do Brasil abdicou de seu papel de autoridade monetária em 1986 e, em 1988, o ano em que o BACEN cessou suas funções de financiamento do Tesouro Nacional e emissão de títulos.

Foi observado que, após a criação do Banco Central, houve um esforço para dotar a instituição dos mecanismos necessários para desempenhar o papel de banco dos bancos. Em 1985, ocorreu uma reorganização das finanças governamentais, que incluiu a separação das contas e funções entre o Banco Central, o Banco do Brasil e o Tesouro Nacional. O processo de reorganização financeira do governo continuou até 1988, quando as responsabilidades da autoridade monetária foram gradualmente transferidas do Banco do Brasil para o Banco Central. Paralelamente, as atividades incomuns desempenhadas pelo Banco Central, como as relacionadas ao estímulo econômico e à gestão da dívida pública federal, foram transferidas para o Tesouro Nacional.

A Constituição Federal (1988) estabeleceu disposições significativas para o funcionamento do Banco Central. Essas disposições incluem a atribuição

exclusiva da União para emitir moeda e a exigência de aprovação prévia pelo Senado Federal, mediante votação secreta e após audiência pública, dos nomes indicados pelo Presidente da República para os cargos de presidente e diretores da instituição. Além disso, a Constituição proibiu o Banco Central de conceder empréstimos diretamente ou indiretamente ao Tesouro Nacional. Também foi previsto, em seu artigo 192, a elaboração de uma Lei Complementar do Sistema Financeiro Nacional, destinada a substituir a Lei nº 4.595/64, com o objetivo de redefinir as atribuições e a estrutura do Banco Central do Brasil.

De acordo com Corazza (2006) o objetivo principal dos formuladores do Bacen era separar a autoridade monetária não apenas do Tesouro, mas principalmente do Banco do Brasil, pois ali era possível observar não só os interesses monetários e fiscais do governo, mas também os interesses da classe rural, da indústria e dos banqueiros privados.

Alinhado com o objetivo de controlar a inflação, o Banco Central em 1999, adotou o regime de Metas de Inflação implementado com base no Decreto nº 3.088, em que o CMN estabeleceu previamente a meta anual de inflação e o Banco central era encarregado de cumprir essa meta, utilizando a taxa básica de juros (SELIC) como instrumento de controle e o principal indicador utilizado é o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Dessa forma, o Banco Central desfruta de independência operacional e patrimonial, mas age sob um sistema de prestação de contas. Essa abordagem estabelece um delicado equilíbrio entre a transparência e o combate à inflação. A transparência e comunicação efetiva são aspectos fundamentais desse sistema, permitindo que agentes econômicos ajustem suas expectativas e comportamentos de acordo com as ações do Banco Central, contribuindo para a ancoragem das expectativas inflacionárias e a estabilidade econômica.

Com relação à autonomia do Banco Central, é incontestável que o Poder Executivo deteve, na grande parte da história brasileira, uma influência preponderante sobre a instituição, frequentemente relegando o Poder Legislativo a uma posição secundária nas deliberações da entidade supervisora. Contudo, na história econômica recente, podemos citar exemplos bem-sucedidos de autonomia como a presidência de Henrique Meirelles (2003 a 2010), que durante sua gestão, enfrentou desafios consideráveis, incluindo um elevado Risco Brasil, uma medida que avalia o risco de investir ou emprestar dinheiro para o governo ou empresas no

Brasil, conceito que está frequentemente associado ao risco de crédito, indicando a probabilidade de que um devedor não cumpra com suas obrigações financeiras. Além de uma taxa de câmbio depreciada.

Para lidar com essas adversidades, implementou uma política monetária com taxas de juros relativamente elevadas, visando controlar a inflação, contrariando as diretrizes do governo que almejava taxas de juros mais baixas para estimular o investimento agregado. Medida esta, que garantiu taxas inflacionárias menores. O exemplo de Meirelles, ilustra a notável autonomia do Banco Central, visto que tanto o BCB quanto o Comitê de Política Monetária (COPOM) resistiram às pressões do governo.

Em termos de comparação, Vargas e Brazil (2017) relatam o mandato de Alexandre Tombini (2011 - 2016). Durante essa gestão, o BCB buscou dar continuidade à política econômica adotada em períodos anteriores. No entanto, observou-se um maior poder de persuasão do Poder Executivo sobre a política monetária a partir de 2011, quando se iniciou uma trajetória de redução das taxas de juros, apesar das críticas contundentes de diversos setores da sociedade brasileira. Em 2013, a inflação ultrapassou as metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) para o período, o que obrigou o órgão a revisar sua política monetária e a elevar as taxas de juros. Dessa forma, o mandato de Tombini se caracterizou por uma autonomia parcial, uma vez que na prática o presidente cedeu às pressões do Poder Executivo.

Embora a crença na natureza apolítica dos Bancos Centrais seja amplamente difundida, Raposo (2011) sustenta que isso por si só não é suficiente para manter essas instituições afastadas dos conflitos e das disputas de poder, levando-os a adotar comportamentos que se assemelham ao de instituições políticas. Isso ocorre, em grande parte, devido ao fato de serem entidades estatais e, como tal, participarem ativamente dos sistemas políticos de seus respectivos países. Orientam questões de vital importância para a vida dos cidadãos, como o controle da inflação, a taxa de desemprego e o crescimento econômico. Como resultado, a partir da década de 1990, essas instituições se transformaram em protagonistas de intermináveis debates, sendo frequentemente percebidas de maneira obscura e de difícil compreensão.

Ademais, para países como o Brasil, manter uma política econômica alinhada com as diretrizes preconizadas por organismos multilaterais, como o FMI

(Fundo Monetário Internacional), muitas vezes se mostra desafiador. Isso ocorre, em grande parte, devido à possibilidade de surgirem problemas macroeconômicos de origem interna, tais como um elevado déficit público, taxas de inflação elevadas e um crescimento econômico limitado.

Desafios como os supracitados podem de certa maneira criar divergências entre o poder executivo e a presidência do Banco Central. Franco (1991) afirma que para mitigar eventuais problemas é necessário haver regras precisas de convivência com as outras autoridades econômicas, para que seja possível ter coordenação de ações e mecanismos de resolução de conflitos entre a política monetária, a fiscal e a cambial.

A autonomia do Banco Central era considerada desejável para garantir a estabilidade de longo prazo da dívida pública. No Brasil, assim como em outros lugares, era proibido que o governo fosse financiado pela autoridade monetária. No entanto, a independência do Banco Central permitiria uma gestão mais flexível da política monetária e, em caso de crises, possibilitaria ações para socorrer a economia. Além disso, a independência poderia ser vista como um meio de impedir que governos abusassem de sua influência sobre o Banco Central para obter ganhos políticos. Embora a independência completa do poder público seja impossível, a ideia era limitar os atos de governos que tentassem usar o Banco Central como meio para atingir objetivos políticos pessoais. Em última análise, a independência do Banco Central era vista como uma ferramenta para promover a estabilidade política e econômica, bem como para proteger o profissionalismo e a competência no serviço público.

Conforme Carvalho et al (2010) após a intervenção do Banco Central do Brasil na crise cambial e os eventos decorrentes do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) em 1999, que teve impactos significativos na reorganização do setor bancário e contribuiu para a estabilização econômica do país, a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101) de 4 de maio de 2000, restaurou a capacidade do BACEN de fornecer empréstimos a instituições financeiras. No entanto, o segundo artigo da lei, o artigo 24, restringiu o uso de fundos públicos pelo banco para resgatar empresas, e estabeleceu que as operações de redesconto deveriam ter prazos menores do que 360 dias. Essa restrição levou à interpretação de que o BACEN estava limitado em seu papel como credor. Essa limitação foi resolvida

rapidamente com o impacto causado pela falência do banco Lehman Brothers, e a crise do subprime, dos Estados Unidos, ocorrida em 2008. Momento em que as atribuições dos bancos centrais foram revistas e que a discussão sobre a autonomia da instituição frente ao governo federal novamente ganhou notoriedade nos debates científicos.

Devido à crise e suas repercussões, o governo agiu prontamente, adotando várias medidas, entre as quais se destacou a emissão da Medida Provisória nº 442. Essa medida conferia ao Conselho Monetário Nacional (CMN) a autoridade para estabelecer condições especiais, permitindo ao Banco Central do Brasil (BCB) aceitar ativos em operações de redesconto e exigir garantias nas operações de empréstimos denominados em moedas estrangeiras. Contudo, a falta de limites e critérios específicos para a concessão dessas garantias poderia dar margem a ações discricionárias por parte do BCB. Posteriormente, essa Medida Provisória foi convertida na Lei nº 11.882/2008.

A Lei nº 11.882/2008 trata de questões relacionadas à atuação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil em situações especiais, proporcionando flexibilidade na avaliação e aceitação de ativos em operações de redesconto e garantias em operações de empréstimo em moeda estrangeira. Além disso, a lei estabelece regras para a emissão de Letras de Arrendamento Mercantil (LAM) e regula a transferência de titularidade desses títulos. A Lei também torna os créditos do Banco Central decorrentes dessas operações imunes à intervenção, liquidação extrajudicial ou falência das instituições financeiras.

O projeto de Lei Complementar nº 112/2019, que foi apresentado com o intuito de trazer autonomia de fato para o BACEN, teve como objetivo estabelecer a autonomia técnica, operacional, administrativa e financeira do Banco Central do Brasil e definir seus objetivos. A proposta visava alinhar o Banco Central com as melhores práticas internacionais e garantir a estabilidade de preços como seu objetivo fundamental. Além disso, a lei estabeleceu mandatos fixos e escalonados para o Presidente e os Diretores do Banco Central, buscando dissociar a política monetária do ciclo político-eleitoral. Também previu a proteção legal dos dirigentes e servidores do Banco Central por atos praticados de boa fé, bem como mecanismos de transparência e prestação de contas. A proposta representa uma atualização importante para o arcabouço institucional do Banco Central do Brasil.

Contudo, a LC 112/2019 gerou considerável controvérsia, uma vez que desobriga os membros de assumirem responsabilidade e prestarem esclarecimentos sobre o que de fato ocorreu. Nesse sentido, foi de grande importância analisar em que medida essa Lei proporcionou benefícios à sociedade e ao Sistema Financeiro Nacional, e em que ponto poderia ter acarretado resultados prejudiciais. O debate sobre a autonomia foi amplamente discutido no cenário econômico brasileiro, sobretudo porque a independência do Bacen poderia resultar em um aprimoramento da eficácia da política monetária.

De acordo com a Agência Senado (2021) A Lei Complementar 179/2021, estabelece a autonomia do Banco Central de fato. Esta legislação, originada do PLP 19/2019 apresentado pelo Senador Plínio Valério (PSDB-AM), introduziu uma mudança significativa ao adotar mandatos de quatro anos para o presidente e diretores da instituição federal. Esses mandatos são executados em ciclos que não coincidem com o mandato do Presidente da República. Dentre outros pontos relevantes, o texto estabelece que o presidente da República deve indicar os nomes para o cargo, sujeitos à aprovação do Senado. O indicado para a presidência do BC assume o cargo em 1º de janeiro do terceiro ano do mandato presidencial. Os oito diretores indicados, se aprovados pelo Senado, assumem os cargos de forma escalonada, de dois em dois anos, começando no primeiro ano do mandato presidencial. Isso pode resultar em um cenário onde um presidente da República convive com dirigentes indicados pelo governo anterior.

Ainda, de acordo com a Agência Senado (2021) a partir de agora, o Banco Central é classificado como uma autarquia de natureza especial, caracterizada pela ausência de vinculação a ministério, de tutela ou de subordinação hierárquica. Uma vez que anteriormente, o Bacen estava vinculado ao Ministério da Economia. O principal objetivo da instituição permanece assegurar a estabilidade de preços, mas também deve zelar pela estabilidade e eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações da atividade econômica e promover o pleno emprego. A nova legislação também prevê que o presidente do BC deve apresentar relatórios de inflação e estabilidade financeira ao Senado no primeiro e segundo semestres de cada ano, explicando as decisões tomadas no semestre anterior. Após o término do mandato ou exoneração a pedido ou demissão justificada, o presidente e diretores do BC ficam proibidos de participar do controle societário ou exercer qualquer atividade profissional nas instituições do Sistema Financeiro Nacional por seis meses.

### 3.4 Considerações Finais

Ao longo das últimas décadas, a autonomia do Banco Central do Brasil tem variado, com exemplos de presidentes que conseguiram manter certa independência em relação ao governo, como Henrique Meirelles, e outros que cederam a pressões políticas, como Alexandre Tombini. O debate sobre a independência do banco central ganhou destaque a partir dos anos 1980, com a necessidade de garantir a estabilidade econômica e a coordenação entre políticas fiscal, monetária e cambial.

A legislação recente, como a Lei Complementar 112/2019 e a Lei Complementar 179/2021, buscou dar maior autonomia de fato ao Banco Central do Brasil, estabelecendo mandatos fixos para o presidente e diretores, dissociando a política monetária do ciclo político-eleitoral e fortalecendo a transparência e prestação de contas. Essas mudanças representam um avanço significativo no arcabouço institucional do banco central. No entanto, a questão da autonomia e independência do Banco Central continua sujeita a debate e pode ser influenciada por divergências políticas e por pressões populistas, mesmo em um cenário de maior autonomia legal. Portanto, a manutenção da autonomia do banco central não é garantida e continua sendo uma questão relevante na atualidade.

## CONCLUSÃO

A questão da autonomia dos bancos centrais tem sido um tópico central de debate tanto no meio científico quanto no político. Durante o desenvolvimento desta dissertação, buscou-se responder a perguntas fundamentais relacionadas a essa temática: os ganhos de eficiência advindos de uma maior autonomia dos bancos centrais, a evolução desse debate no cenário acadêmico e político, e a existência de um consenso ou viés predominante sobre os efeitos das regras dos bancos centrais nas políticas monetárias destinadas a controlar a inflação. As análises revelaram que a autonomia dos bancos centrais tende a trazer maior lisura e independência às políticas monetárias, ajudando a evitar interferências externas que podem prejudicar o alcance de metas econômicas, como o controle da inflação. O consenso geral entre os pesquisadores é que um banco central mais autônomo possui a capacidade de implementar medidas que facilitam o controle da inflação, o que contribui para uma maior estabilidade de preços.

Além disso, a pesquisa demonstrou que o debate sobre a autonomia dos bancos centrais evoluiu gradualmente, ganhando destaque após a crise do subprime, que destacou a necessidade de instituições financeiras centrais sólidas e independentes para lidar com desafios econômicos globais. Por meio de uma análise aprofundada e do estudo do caso brasileiro, desde os principais programas econômicos até o atual cenário de autonomia, foi possível compreender como a independência dos bancos centrais pode se institucionalizar e desempenhar um papel fundamental nas políticas monetárias e na estabilidade econômica, não apenas em nível global, mas também em contextos específicos contudo, o que pode-se observar é que nem sempre haverá um consenso em relação à autonomia.

Em resumo, a autonomia dos bancos centrais desempenha um papel crucial na gestão da política monetária e na busca pela estabilidade econômica. Ao longo desta dissertação, foram explorados seus benefícios e desafios, contribuindo para um entendimento mais abrangente das complexas interações entre a autonomia dos bancos centrais e o alcance de metas econômicas.

Assim, Este trabalho não apenas respondeu às questões levantadas, mas também destacou a importância contínua de pesquisas e análises para acompanhar a evolução das políticas econômicas e as implicações da autonomia dos bancos centrais nas economias modernas.

## REFERÊNCIAS

ALESINA A. SUMMERS H. **Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence.** *Journal of Money, Credit, and Banking*, 25(2), pp. 151-162. 1993.

Agência Senado, *Jornal do Senado*. Brasília: Senado Federal, 2021.

ARAÚJO, E; DONHA, T. **Discricionariedade na Política Monetária brasileira após o plano Real: um teste baseado na correlação de longo prazo entre inflação e produto.** *Rev. Econ. Contemp.*, Rio de Janeiro, v.15, n.3, p. 375-405, set-dez 2011.

ARNONE M. LAURENS, B.J. SEGALOTTO, J.F. **The Measurement of Central Bank Autonomy: Survey of Models, Indicators, and Empirical Evidence.** IMF Working Paper 06/227 (Washington: International Monetary Fund). 2006a.

BALLS, E.; HOWARTH, D.; STRASBURG, M. **The social welfare implications of central bank independence.** *Journal of Public Economics*, v. 168, p. 1-14, 2018.

BARRO, R. J.; GORDON, D. B. **Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy.** *Journal of Monetary Economics*, v. 12, p. 101-121, jan. 1983.

BERNANKE, BEN S. **Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression.** *American Economic Review*. v.73, p. 257-276. 1983.

BRASIL. Lei nº 4182 de 13 de novembro de 1920. Rio de Janeiro, RJ. *Diário da União*, 1920.

\_\_\_\_\_. Decreto Lei nº 21499 de 9 de junho de 1932. Rio de Janeiro. RJ. *Diário da União*. 1932.

\_\_\_\_\_. Decreto Lei nº 6419 de 13 de abril de 1944. Rio de Janeiro. RJ. *Diário da União*. 1944.

\_\_\_\_\_. Lei nº 4594 de 31 de dezembro de 1964. Brasília. DF. *Diário da União*. 1964

\_\_\_\_\_. Decreto Lei nº 3088 de 21 de junho de 1999. Brasília. DF. *Diário da União*. 1999.

\_\_\_\_\_. Lei nº 11882 de 23 de dezembro de 2008. Brasília. DF. *Diário da União*. 2008.

\_\_\_\_\_. Lei Complementar 112 de 17 de abril de 2019. Brasília. DF. *Diário da União*. 2019

\_\_\_\_\_. Lei Complementar 179 de 24 de fevereiro de 2021. Brasília. DF. *Diário da União*. 2021

BRUNNERMEIER, M. K. **The Federal Reserve and the Global Financial Crisis**. *Journal of Economic Perspectives*, 29(4), 101-126. 2015.

BULHÕES, O. G.. **Depoimento. Memória do Banco Central do Brasil e Programa de História Oral do CPDOC/FGV**. Brasília: Divisão de Impressão e Publicações do Departamento de Administração de Recursos Materiais do Banco Central do Brasil, 1990.

CARDOSO, V. **Regras de Política Monetária em um ambiente recessivo**. *Revista do BNDES*. N.36, Brasília, dez 2011.

CARGILL, T. **Monetary Policy Tactics, Strategy and Rules versus discretion**. The University of Reading. p. 339-359. 2020.

CARVALHO, F.J.C.de. **Equilíbrio fiscal e Política Keynesiana**. *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 26, n.50, p. 7-25. set. 2008.

\_\_\_\_\_. **Temas de Política Monetária Keynesiana**. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, p. 33-61, 1994.

CHRISTIANO, L. J.; EICHENBAUM, M.; EVANS, C. L. **Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy**. *Journal of Political Economy*, v. 113, n. 1, p. 1-45, 2005.

CORAZZA, G. O Banco Central do Brasil: revolução histórica e institucional. *Perspectiva Econômica*, v.2, n.1, p.1-23, 2006.

CROSBY, M. **Central bank autonomy and output variability**. *Economic letters*, vol.60. p.67-75. 1998.

CUKIERMAN, A. WEBB, S. NEYAPTI, B. **The Measurement of Central Bank Independence and Its Effect on Policy Outcomes**. 1991.

DE HAAN, J. KOOI, W.J. **What Really Matters: Conservativeness or Autonomy?** *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, Vol. 200, pp. 23-38. 1997.

EIJFFINGER, S. C. & DE HAAN, J. **The political economy of central-bank independence**. *Special Papers in International Economics*, Nº. 19, Princeton University, International Finance Section. 1996.

FERNANDES, A. **A Importância da Independência do Banco Central**. In: SILVA, Antonio Carlos; MOURÃO, Paulo (orgs.). "Economia Brasileira Contemporânea: de Getúlio a Lula". Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 225-242.

FIGUEIREDO FILHO, J. S. de. **Política Monetária, Cambial e Bancária no Brasil sob a gestão do Conselho da Sumoc, de 1945 a 1955** - Niterói: 2005.

FISCHER, S. **Rules versus Discretion in Monetary Policy**. Handbook of Monetary Economics, Vol. 2, Edited by B.M. Friedman and F.H. Hahn. Elsevier Science Publishers B.V., 1990.

FRANCO, G. **Aspectos da reforma financeira**. Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, FGV, p.31-36 dezembro.1991.

FRIEDMAN, Milton. **A Teoria Monetária e a Política Monetária**. São Paulo: AbrilCultural, 1983.

GLASNER, D. **Rules versus Discretion in Monetary Policy Historically Contemplated**. Journal of Macroeconomics, 2017.

GERAATS P. M. **Why adopt transparency? The publication of central bankforecasts**. Journal of Macroeconomics, 33(2), 218-229. 2011.

GRILLI, V., MASCIANDARO, D e TABELLINI, G. **Political and Monetary Institutions and Public Finances in the industrial Countries**. EconomicPolicy. 1991.

GUTIÉRREZ, E. **Inflation Performance and Constitutional Central Bank Independence: Evidence from Latin America and the Caribbean**. Documento de Trabajo N°03/53, Fondo Monetario Internacional. 2003.

HAAM, R.; HICKS, R.; EIJFFINGER, S. C. W.; BODEA, C. **Central bank transparency, independence and accountability: A survey of the literature**.Journal of Economic Surveys, v. 32, n. 2, p. 535-548, 2018.

HOOGDUIN, L.; STARK, J. **The effectiveness and independence of central banks**.In: CONTI-BROWN, P. (Org.). The Handbook of Central Banking, FinancialRegulation and Supervision: After the Financial Crisis. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing,2011. p. 21-39.

LAVOIE, M. **Post-Keynesian Monetary Theory: Selected Essays**, Ed. Elgar, 2020.

LIBÂNIO, G. **A. Credibilidade e política monetária: uma crítica baseadaem Keynes**. Leituras de Economia Política, Campinas, 9, p. 1-17, 2001.

LYBEK, T. **Elements of Central Bank Autonomy and Accountability**. MAEOperational Paper No. 98/1 (Washington: International Monetary Fund). 1998.

MASCIANDARO, D., ROMELLI, D. **Ups and downs. Central Bank Independence from the Great inflation to the Great Recession: Theory, Institutions and Empirics**. 2015.

MANKIW, G. **Princípios de Economia**. São Paulo: Cengage Learning, 2018

MENDONÇA, H.F. **A Teoria da Credibilidade da Política Monetária.**  
Revista de Economia Política, vol. 22, nº 3 (87), p. 429-448, julho-  
setembro/2002.

\_\_\_\_\_**A Teoria da Independência do Banco Central: Uma interpretação crítica.** Est. Econ., São Paulo. V.30, n.1, p. 101-127, 2000.

MISHKIN, F.S.; SAVASTANO, M. A. **Monetary Policy Strategies For Emerging Market Countries: Lessons From Latin America.**  
Comparative Economic Studies, XLIV, N.2, p. 45-82, 2002.

\_\_\_\_\_**International Experiences with Different Monetary**

**Regimes.** Journal of Monetary Economics, Vol 43: 579-606.  
1999.

OHANYAN, N.; GRIGORYAN A. **Measuring monetary policy: rules versus discretion.** Empirical Economics. Springer-Verlag GmbH Germany, part of Springer Nature, 2020.

PARKIN, M. **Economics** (9ª ed.). Pearson. 2012.

POSEN, A. **Central bank independence and disinflationary credibility: A missing link?** Oxford Economic paper. Vol. 50. Pp. 493-511. 1998.

RAPOSO, E. Banco Central do Brasil - o Leviatã Ibérico: uma interpretação do Brasil contemporâneo. Rio de Janeiro: Editora PUC, 2011

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. **The Aftermath of Financial Crises.**

American Economic Review, vol. 99, no. 2, 2009, pp. 466-472.

ROGOFF, K. **Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence.** Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 1992.

\_\_\_\_\_, & REINHART, C. M. **This time is different: Eight centuries of financial folly.** Princeton University Press, 2009.

SADDI, J. **O poder e o cofre: repensando o Banco Central.** São Paulo: Texto Novo, 1997.

SIJBEN, J. J. **Rules versus discretion in monetary policy revisited.** Tilburg University, p. 156 - 182

SIMONS, H. C. **Rules versus Authorities in Monetary Policy.** Journal of Political Economy. p. 1-30, fev. 1936.

STIGLITZ, Joseph. **O Preço da Desigualdade: Como a Sociedade Dividida Endivida a Todos.** São Paulo: Editora Companhia das Letras, 2012.

\_\_\_\_\_. **Entrevista. Veja,** 2 de março de 2011.

TAYLOR, J. B. **Discretion versus policy rules in practice.** Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. Elsevier, v. 39(1), p. 195-214, dez. 1993.

TORBEN, M. A. **Rules versus discretion in the monetary policy. The case of asymmetric Information.** Journal of Economic Dynamics and Control. N.10, p. 169-174. North-Holland. 1986.

VAN LEAR, W. **A Review of the Rules versus Discretion Debate in Monetary Policy.** Eastern Economic Journal, Vol. 26, N.1, p. 29-39. 2000.

VARGAS, J.; BRAZIL, H. L. S. **A questão da independência do Banco Central: uma análise do caso brasileiro.** Economia Ensaios, Uberlândia, p.189-216, 2017

WRAY, L. R. **A Post Keynesian View of Central Bank Independence, Policy Targets, and the Rules versus Discretion Debate.** Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 30, No. 1, p. 119-141. 2007.

