



Rodrigo Cesar Tavares Alves

Número de matrícula: 2110092

**Autonomia na atuação do Banco Central do Brasil:
Uma análise desde a implementação da autonomia
operacional até a autonomia legal em 2021**

Monografia de Final de Curso

Orientadora: Maria Claudia Gutierrez

Rio de Janeiro, Novembro de 2024



Rodrigo Cesar Tavares Alves

Número de matrícula: 2110092

**Autonomia na atuação do Banco Central do Brasil:
Uma análise desde a implementação da autonomia
operacional até a autonomia legal em 2021**

Monografia de Final de Curso

Orientadora: Maria Claudia Gutierrez

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

Rio de Janeiro, Novembro de 2024

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

Agradecimentos

À minha orientadora, Maria Claudia Gutierrez, agradeço pelos ensinamentos de monetária, pelas aulas tão ricas, pela disponibilidade e paciência.

Aos amigos incríveis que a faculdade me deu, em especial Henrique Assunção, João Felipe Araujo, Beatriz Blank, Malu Trocolli e Augusto Monnerat, agradeço pela parceria nas noites em claro antes das provas, pelas tardes de estudo na biblioteca, pelas voltas no pilotis e pelos almoços no Braseiro. Vocês tornaram tudo melhor.

Aos meus pais e à Fátima, minha segunda mãe, agradeço por terem me mostrado o mundo, por terem sido tão presentes e incansáveis em me oferecer sempre o melhor. Agradeço por todo apoio incondicional e investimento (de tempo e dinheiro) na minha educação e crescimento pessoal.

Aos meus avós, agradeço por terem introduzido na minha família os valores do estudo e do trabalho duro, que mesmo sem ensino superior, formaram grandes médicos.

À minha irmã de sangue, que trilhou este caminho antes de mim, agradeço por ter me servido de espelho nesta trajetória.

Aos irmãos que escolhi, Leo, Antonio e Pedro, agradeço por essa vida juntos. E por estarem aqui, das fases difíceis aos dias alegres.

Por fim, agradeço ao Departamento de Economia da PUC-Rio que abraça tantos sonhos e nos ajuda a atingi-los.

Resumo

O Banco Central do Brasil, criado em 1964, evoluiu para se tornar a autoridade monetária do país. Sua principal atribuição é manter a estabilidade de preços, com uma meta de inflação de 3%, usando instrumentos como a taxa de juros. É crucial que a instituição tenha autonomia na condução de suas políticas, para evitar que fiquem viesadas por influências externas que possam comprometer o olhar técnico de suas decisões. Para justificar a importância desta blindagem, a pesquisa desta monografia utilizará elementos históricos de outras gestões do BC no nosso país, comparando com a experiência internacional, e aproveitando a literatura já produzida a fim de consolidar os argumentos e os pilares da autonomia. No Brasil, o Banco Central possui autonomia operacional desde o século passado e autonomia legal desde 2021, com o mandato de seus presidentes não coincidindo com o do presidente da república. Recentemente, a permanência de Roberto Campos Neto como presidente do Banco, mesmo com a mudança de governo, ajuda a destacar a importância da autonomia da instituição.

Palavras-chave

Autonomia; Banco Central; Política Monetária; Juros; Forward Guidance, Comunicação; Transparência; Credibilidade

Conteúdo

1	INTRODUÇÃO	8
2	BANCO CENTRAL DO BRASIL: DO SURGIMENTO À AUTONOMIA	10
2.0.1	Surgimento	10
2.0.2	O papel do FMI e do Regime de Metas	14
2.0.3	A criação do Copom	16
3	BANCO CENTRAL AUTÔNOMO	18
3.0.1	Definição de Rosa María Lastra	18
3.0.2	Definição de Laurence H Meyer	18
3.0.3	Tipos de autonomia e sua presença ao redor do mundo	19
3.0.4	Interferência política e viés inflacionário	22
3.0.5	Experiência Brasileira	23
4	AUTONOMIA E REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	27
4.0.1	Base Empírica para a adoção do Regime de Metas, segundo Bernanke, Laubach, Mishkin e Posen (1999)	29
5	MÉTRICAS DE INDEPENDÊNCIA	31
6	ROTATIVIDADE DE DIRIGENTES E INFLAÇÃO	35
7	CREDIBILIDADE E INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL	38

7.0.1	O que pensam os estudiosos e os <i>policy makers</i>	40
8	CRÍTICAS E VISÕES ALTERNATIVAS	44
9	CONCLUSÕES	46
10	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	48

1 Introdução

O Banco Central do Brasil foi criado em dezembro de 1964, através da lei nº 4595, que entraria em vigor 90 dias depois de sua publicação, isto é, em março de 1965. Em um primeiro momento, a instituição foi dotada de mecanismos para que desempenhasse o papel de “banco dos bancos”, e apenas por volta de 1988, quando termina o processo de reordenamento financeiro governamental, que o BC começa a substituir o Banco no Brasil no posto de autoridade monetária. Nesse mesmo processo de reordenamento, as atribuições relacionadas à administração da dívida pública federal são passadas do Bacen para o Tesouro Nacional, e a instituição passa a desenvolver papéis mais semelhantes aos de sua atuação nos dias de hoje.

Cabe ao Banco Central, além de suas atribuições regulatórias sobre o sistema financeiro, manter estáveis os níveis de preço e para isso é preciso perseguir uma meta de inflação, hoje de 3%. O BC controla a inflação por meio da fixação da taxa Selic que afeta a economia por meio dos canais de transmissão da política monetária, que são: taxas de mercados, preço dos ativos, expectativas, crédito e taxa de câmbio. Estes canais afetarão o investimento privado, o consumo de bens duráveis, as exportações líquidas e os preços externos. Estes elementos afetam a demanda agregada, que por sua vez, afeta a inflação. No entanto, é preciso garantir que não existam elementos obstrutores. Não apenas nos canais de transmissão de política monetária, mas antes disso, na própria fixação da meta para a taxa Selic. Isto é, as decisões precisam ser tomadas sob um olhar exclusivamente técnico, e por *policy makers* devidamente capacitados para isso.

Para garantir a qualidade e eficiência da atuação do Banco Central, é preciso que não existam vieses políticos, e é onde entra o tema central desta monografia. Para protegê-lo de influências e pressões políticas é fundamental que a instituição tenha autonomia em sua atuação, uma vez que a proximidade excessiva com o governo pode pressionar o banqueiro central a agir em favor de interesses políticos e calendários eleitorais. Não obstante, existe um custo político de garantir a estabilidade de preços. Retrair a economia em períodos de inflação alta, pode gerar insatisfação

das massas que passam a arcar mais para a tomada de crédito e veem seu consumo reduzido, gerando efeito direto no nível do Produto Interno Bruto, no crescimento do país e no nível de emprego. É, no entanto, um mal necessário. O que a teoria econômica e a experiência passada nos mostra é que em momentos de inflação alta, e de nível do produto superior ao produto potencial, retraindo é preciso para estabilizar, e que inflações podem ser muito mais nocivas.

Além dos efeitos práticos da autonomia, por meio de uma política monetária bem executada e não viesada, existe um componente intangível e extremamente positivo advindo dela: a credibilidade. Um BC crível consegue estabilizar a inflação de forma muito menos custosa para a população do que um Banco sem credibilidade, por meio do *Forward Guidance*. Em português, prescrição futura, esse mecanismo consiste em orientar quais os próximos passos da política monetária de modo a preparar os agentes de mercado e ancorar as expectativas de inflação. Um Banco Central crível que se compromete em perseguir a meta de inflação, que comunica-se com transparência e de fato “segue o combinado” é bem sucedido no controle das expectativas, e por profecia autorrealizável, na própria taxa de inflação, sem que seja necessário contrações exorbitantes na economia.

Entretanto, só é possível dotar-se de credibilidade se existir autonomia e um corpo técnico independente na execução das políticas. O Banco Central do Brasil possui autonomia operacional desde o século passado, e autonomia legal desde 2021. O mandato dos presidentes é descasado com o do presidente da república, de forma que o presidente que assume hoje há de lidar com o presidente do Banco Central posto pelo executivo da gestão anterior. Esse descasamento traz mais racionalidade e apesar de não isentar, protege o banqueiro central das pressões políticas.

2 Banco Central do Brasil: do surgimento à autonomia

2.0.1 Surgimento

A Sumoc, Superintendência da Moeda e do Crédito, foi criada, via decreto, em 1945. Segundo Octavio Gouvêa de Bulhões, seu criador e futuramente diretor-executivo, o órgão surge na pretensão de garantir ao país uma moeda estável.

Octavio Gouvêa de Bulhões *O que me movia era uma ideia antiga, de que o Brasil precisava ter uma moeda estável. E, para ter uma moeda estável, precisava ter pelo menos um início de banco central. A Sumoc foi esse início de banco central, foi a primeira etapa.*

Octavio Gouvêa de Bulhões

A ideia, segundo Bulhões, era criar uma instituição acima do Banco do Brasil, de modo que suas atribuições de banco comercial e central não se misturassem. No entanto, por ser uma instituição muito forte e influente, para que se tirassem atribuições do Banco do Brasil sem que houvesse grandes ruídos, a Sumoc funcionaria dentro do BB e haveria um conselho que combinaria funcionários do Banco do Brasil e do Ministério da Fazenda, de modo a associar sistema fiscal e monetário.

O órgão ficou responsável por centralizar as funções de controle cambial, emissão de moeda, fixar as taxas de desconto e juros dos empréstimos a bancos, promover a compra e venda de títulos do governo federal em bolsa, entre outros. Além disso, ficou também responsável por um papel fiscalizador: disciplinar o sistema financeiro. Em meados da década de 30, aumentou-se muito o número de bancos no sistema financeiro e passou a existir a necessidade de discipliná-los por meio de um conjunto de regras que restringisse sua atuação. A primeira medida foi obrigar os bancos a fazerem depósitos na Sumoc. Segundo o ex-diretor da Sumoc, Octavio

Bulhões, isso teria gerado grande revolta nos bancos, que alegavam, com razão, que o governo utilizava os depósitos para cobrir o déficit orçamentário.

A verdade é que a Sumoc nunca exerceu de fato todas as suas atribuições definidas em lei. O recolhimento dos compulsórios é o segundo item do artigo 3º do decreto-lei que cria a Sumoc:

Art. 3º Enquanto não fôr convertido em lei o projeto de criação do Banco Central, à Superintendência da Moeda e do Crédito incumbe as seguintes atribuições: [...]

b) receber, com exclusividade depósitos de bancos;

DECRETO-LEI Nº 7.293, DE 2 DE FEVEREIRO DE 1945.

Esta função, no entanto, nunca deixou de ser exercida pelo Banco do Brasil. Segundo Bulhões, a Sumoc só se transformou verdadeiramente em uma instituição controladora da moeda quando veio o Banco Central do Brasil para substituí-la. O relato abaixo é de Denio Nogueira, primeiro presidente do Banco Central do Brasil e um dos grandes responsáveis por sua criação.

“Não aceito ser diretor da Sumoc se não for para criar o Banco Central. Vou me sentir desmoralizado se for para a Sumoc para manter isso que está aí, tendo escrito, feito conferências em vários lugares do país defendendo a criação do Banco Central”. O Bulhões já estava mais ou menos habituado comigo – às vezes falo demais, digo o que penso –, de modo que respondeu: “Bom, então, espere um pouco. Vou conversar com Denio Nogueira e o presidente Castelo e depois lhe digo qualquer coisa”. Conversou, e um ou dois dias depois, no máximo, chamou-me e usou a seguinte expressão: “Está bem. Vá criar o seu banco central!”.

O BCB foi criado por meio da LEI Nº 4.595 em 31 de dezembro de 1964. Segundo a lei, cabe ao Banco Central da República do Brasil emitir moeda-papel e moeda metálica, realizar operações de redesconto, exercer o controle do crédito, efetuar o controle dos capitais estrangeiros, receber o recolhimento dos compulsórios, exercer a fiscalização das instituições financeiras, efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais, entre outros.

O mesmo texto extingue a Superintendência da Moeda e do Crédito, o Sumoc, e cria em substituição o Conselho Monetário Nacional, com a finalidade de formular a política da moeda e do crédito. Na prática, o Bacen absorveu não apenas a Sumoc, mas também a Cared (A Carteira de Redescontos do Banco do Brasil), a Carteira de Câmbio do Banco do Brasil, a Camob (Caixa de Mobilização Bancária) e a Caixa de Amortização do Tesouro Nacional.

Desde seu surgimento, sempre foi nítida a preocupação com a independência da instituição. Segundo Nogueira, no projeto inicial os diretores-executivos teriam 5 anos de mandato. O mandato sobe para 6 anos a partir de uma preocupação do, então presidente, Castelo Branco, que desejava que a independência da instituição fosse tamanha que o mandato dos diretores fosse superior ao mandato da presidência da república, na época de 5 anos. Segundo Octavio Bulhões, esta estabilidade dos diretores garantiria a independência, uma vez que diferentes governos participaram das nomeações de modo que não houvesse predominância de algum governo. Em contrapartida, o congresso acompanharia a atuação do Banco Central de modo que emissões acima de um determinado limite deveriam ser submetidas a ele, mas sem que este interferisse diretamente nas decisões, permitindo que esses poderes fossem independentes.

Entretanto, segundo o economista Mário Henrique Simonsen, vários funcionários do Banco do Brasil participavam do Congresso de modo que tivessem que ser feitas várias complacências, o que conferiu ao BC uma semi-independência. Mas que já era suficiente para blindar o Banco de parte das interferências políticas, como veremos a seguir no exemplo do pedido de socorro do Banespa ao Banco Central.

No século XX, à exceção do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal que surgem ainda no século XIX, passam a surgir os primeiros bancos estaduais. Essas instituições surgem para financiar setores, os quais não havia incentivo para financiamento por meio da iniciativa privada, como obras de infra-estrutura.

Também não havia interesse por parte dos bancos privados no financiamento de crédito de longo prazo, que era essencial para investimento em capital fixo. Se nos países europeus a oferta de crédito longo era vasta, no Brasil, pela existência da

inflação, essa oferta era altamente restrita, fazendo com que os empresários desembolsassem recursos próprios para a formação de capital fixo, que nunca era suficiente. Os bancos estatais entrariam resolvendo essas lacunas e seriam os propulsores do desenvolvimento.

Eu estava sempre muito preocupado com os custos dos bancos, sem dúvida, muito elevados, especialmente os dos bancos oficiais, em geral muito mal administrados. Dois dos bancos mineiros oficiais viviam com prejuízo: o Hipotecário e Agrícola e o Mineiro da Produção

Denio Nogueira, 1º Presidente do BCB

Fato é que os bancos estaduais estavam (quase) sempre endividados. Segundo Nogueira, como o Banco Central só podia agir no meio econômico por meio das instituições financeiras, quando os Estados precisavam de recursos para cobrir suas contas, recorriam aos bancos estaduais. Ao criar dificuldade ao banco de seu estado, o governador conseguia ajuda do governo federal, já que em risco de falência ou insolvência o Banco Central poderia liberar recursos. Foi exatamente o que ocorreu na década de 60 com o Banco do Estado de São Paulo: o Banespa.

Denio Nogueira afirma que o banco precisava de algo em torno de 60 a 70 bilhões de cruzeiros, montante muito superior ao caixa do Bacen, fazendo-se necessária a emissão de papel-moeda. O Banco Central decidiu recusar o auxílio, tendo em vista que a emissão de mais moeda poderia levar a novas pressões inflacionárias. Mas essa recusa só foi possível por conta da independência do BCB.

Segundo o ex-presidente, houve pressão por parte do governo de São Paulo para que fossem emitidos os recursos. Mas nem o governador, nem mesmo o Presidente da República poderiam recorrer da decisão do presidente do Banco Central, que estava resguardado por seu mandato de 6 anos, irrevogável e indivisível. Este episódio descreve a importância da autonomia para a instituição, e mostra que nosso BC em seus primórdios já havia sinais daquilo que só viera a ser previsto em lei em 2021.

Esse lapso de independência, no entanto, durou menos do que Bulhões e Denio gostariam. O AI-5, promulgado no governo de Costa e Silva, ainda que não

formalmente, encerrou a prática de mandatos fixos. Quando assumiu o Ministério da Fazenda, Simonsen, junto aos diretores do BC que ele havia indicado, decidiu por escrever na lei, algo que já havia sendo praticado através do Ato. E então, os presidentes e diretores tornam-se passíveis de demissão.

Assim, em 15 de maio de 1974, a Lei 6.045 acabou com o direito de voto dos diretores do BC, acabou com os mandatos e tornou os diretores e presidente demissíveis. É o fim da independência conquistada a duras penas por Denio Nogueira.

§ 2º Os demais Diretores do Banco Central do Brasil participarão das reuniões do Conselho Monetário Nacional sem direito a voto. [...] Art. 5º - O Banco Central do Brasil será administrado por um Presidente e seis Diretores, nomeados pelo Presidente da República, escolhidos entre brasileiros de ilibada reputação e notória capacidade em assuntos econômico-financeiros, sendo demissíveis ad nutum.

LEI No 6.045, DE 15 DE MAIO DE 1974.

A ideia, segundo o economista, era que assim que fosse revogado o AI-5, estas demissões a critério do presidente da República acabassem, e o Banco regressaria ao seu status original de independência. No entanto, mesmo após a revogação do AI-5 isso não mudou.

2.0.2 O papel do FMI e do Regime de Metas

Segundo o ex-presidente do Banco Central Gustavo Franco, a implementação da autonomia operacional foi uma mudança de rumo à implementação da independência total que intentou adotar em sua gestão. Conforme veremos a seguir, foram feitas concessões, por conta da pressão externa, que impossibilitaram, neste primeiro momento, a adoção de uma autonomia ampla. Na literatura, a autonomia operacional está posicionada como grau 3, em uma escala de 4 graus de autonomia, sendo o grau 4, autonomia total.

A intenção de implementar este modelo está expressa no Memorando de Política Econômica de março de 1999 após a adoção do câmbio flutuante. Neste mesmo

memorando, está na lista de prioridades do governo brasileiro a adoção do regime de metas de inflação. Este documento assinado com o FMI, estabelecia o compromisso do Brasil com determinadas diretrizes, mas seu não cumprimento não resultava no não recebimento do empréstimo a ser concedido pelo Fundo. De todo modo, o FMI fez-se um ator importante no processo de implementação do regime, uma vez que, implementada a flutuação era preciso uma maneira de direcionar as expectativas do mercado e do Fundo, com relação à economia brasileira. Isto posto que, com a adoção do câmbio flutuante ganharia-se muita liberdade para fazer política monetária e era preciso escolher entre a adoção de uma regra ou de políticas discricionárias.

O BC, no entanto, enfrentava um momento de crise institucional. Tanto no congresso, quanto no executivo era indigesta a ideia de um BC com independência total. Emergia a necessidade de um meio termo, entre preservar a ideia da independência e coordená-la com os interesses do Executivo.

Por parte do FMI existia grande pressão pela adoção de critérios bem definidos. Algo em que se pudesse entender bem a lógica de funcionamento, tal qual era com a âncora cambial. O regime de metas já havia começado a ser utilizado em outros países, tendo a Nova Zelândia como precursor, e pareceu ser a melhor medida para que todos ficassem satisfeitos. O BC abriu mão da independência total, da ampla discricionariedade e adotou a autonomia operacional.

Apesar do status informal, o Banco Central do Brasil apresentou nas últimas décadas uma crescente autonomia no processo decisório. No entanto, é inegável a importância, ainda que indireta, do Ministro da Fazenda na política monetária. Mas, segundo Gustavo Loyola essa proeminência tenderia a ser diluída conforme a ideia da autonomia fosse se consagrando. Em declaração de 2005, Loyola acreditava que o BC já possuía um status semi-autônomo e já enxergava importantes avanços no sentido da autonomia formal (atingida em 2021), quer fosse na necessidade de aprovação da diretoria mediante ao congresso, ou na proibição do BC de financiar o Tesouro Nacional.

2.0.3 A criação do Copom

Inspirado nos modelos dos Estados Unidos e da Alemanha, o Comitê de Política Monetária (Copom) foi instituído em 20 de junho de 1996. Se antes os juros eram decididos de forma unilateral pelo presidente do BC e seu diretor de política monetária, com a inclusão do Copom o nível de juros era decidido por meio de um consenso entre todos os diretores da instituição e do presidente do Banco.

A partir da implementação do Regime de Metas, o Copom passa a ter como objetivo cumprir as metas previamente definidas pelo CMN e para isso foram desenvolvidos aparatos econométricos para avaliar o comportamento futuro da inflação. Como diz o decreto, o Copom determina a meta para a taxa Selic que vigora no período até a próxima reunião, podendo definir também um viés de queda ou alta para a taxa. O Comitê municiou as decisões sobre os juros e foi um grande passo em direção a autonomia, trazendo mais qualidade e técnica para o centro da discussão econômica. Conforme afirmou Armínio Fraga “[O Copom] criou uma disciplina de análise que antes não existia.” Isto é, o Copom regularizou a frequência das discussões sobre o nível das taxas de juros e da condução da política monetária como um todo, o que facilitou a determinação dos objetivos e a comunicação com a população, intensificando a credibilidade da instituição, propiciando uma gestão cada vez mais autônoma.

Atualmente são oito reuniões do Copom ao ano. A cada reunião ocorre um período de silêncio que se inicia na quarta-feira anterior à reunião. Na primeira sessão (terça-feira e quarta-feira pela manhã), ocorrem apresentações e discussões sobre a economia brasileira e mundial. Na segunda sessão, que ocorre na tarde de quarta-feira, são avaliadas as perspectivas para inflação e divulgada a decisão sobre a taxa Selic. A Ata da reunião é divulgada na terça-feira posterior, quando se encerra o período de silêncio.

No entanto, mesmo que no regime de câmbio flutuante as interferências do Legislativo ou do Executivo no processo decisório de política monetária fossem mais intensas, no período da implementação do Comitê ainda existiram tentativas deste tipo. O relato descrito abaixo refere-se a investidas do FMI em opinar nas decisões

do Comitê, por conta do pacote de socorro, que o Fundo concedeu ao Brasil, de 41 bilhões de dólares, entre 1999 e 2001.

Em algum momento no meio dessa trajetória, recebi um telefonema de um graduado funcionário do Tesouro americano dizendo que o juro não podia cair assim, que aquela política era absurda, que não estava de acordo e que não ia dar certo. Eu respondi que ele não tinha nada que opinar sobre isso e tivemos uma discussão.

Gustavo Franco, ex-presidente do Banco Central

Apesar do Copom ter historicamente fortalecido a autonomia, este episódio descreve a fragilidade do modelo informal. Isto é, no momento de crise o Brasil precisou recorrer ao FMI e o arranjo informal do Banco Central não resistiu à interferência de um ator tão poderoso quanto o Fundo. Essa fragilidade fez com que o Banco tivesse que aceitar diversas das instruções impostas pelo órgão internacional. O Bacen só estaria imune de qualquer tipo de interferência caso houvesse respaldo na lei. A autonomia legal, no entanto, só foi adotada em 2021.

3 Banco Central Autônomo

3.0.1 Definição de Rosa María Lastra

Segundo a advogada de Harvard Rosa María Lastra, em seu livro “Banco Central e Regulamentação Bancária”, um Banco Central pode ser dependente, autônomo ou independente das autoridades políticas. No caso de um BC dependente, entende-se que está subordinado às ordens do Executivo. Ser autônomo, por outro lado, envolve a liberdade operacional na condução das funções e independência indica ausência absoluta de interferência política, aumentando o campo de manobra na condução das políticas definidas pelo BC.

A autora defende que independência não é preciso apenas no que tange a formulação da política monetária, mas também no exercício da fiscalização do sistema financeiro, e ressalta que apesar de livres estão restritos a seus objetivos legais, isto é, seus mandatos de atuação. Se no Brasil, cabe ao Banco Central o controle do nível de preços, nos Estados Unidos é também responsabilidade do BC o controle do desemprego.

Discutir sobre a independência do Banco Central, segundo Rosa María, é focar no limite de poderes delegados aos bancos centrais, e reforça que BCI não é algo absoluto, mas relativo e que a transparência é atributo necessário.

3.0.2 Definição de Laurence H Meyer

Segundo o economista estadunidense Laurence H Meyer, a independência do Banco Central existe para isolar o banco das pressões políticas e preveni-los do ciclo político-econômico. Esse ciclo, segundo Meyer, ocorre porque as autoridades eleitas têm incentivos para entregar benefícios antes da próxima eleição, mesmo que associado a isto existam custos indesejáveis para o longo prazo, como inflação.

Na grande maioria das vezes, ainda segundo Meyer, o executivo quer manter baixo o custo da dívida, o que limita a atuação da política monetária que depende

(em grande parte) da manipulação dos juros. Além disso, nos países com mercados de dívida pouco desenvolvidos, os bancos centrais podem ser convocados a financiarem os déficits orçamentários. Foi o caso até mesmo dos Estados Unidos no pós Guerra. Os países que entendem a lógica de funcionamento desses incentivos políticos, estruturam os estatutos de seus bancos centrais de modo a limitar a interferência política na política monetária.

Meyer afirma que a independência também reforça a credibilidade do compromisso de um banco central com a estabilidade de preços e isso em primeira instância reduz o custo em reduzir a inflação. Isso ocorre por meio da ancoragem das expectativas. Se a população acredita no compromisso do Banco Central com a estabilidade de preços, a contração da economia será bem menos intensa, e por consequência é também reduzido o impacto sobre a população.

Nesse processo, o banqueiro central sinaliza quais os próximos passos da política monetária e reforça seu compromisso com o controle e estabilidade do nível de preços. Isso, por si só, afeta as expectativas de inflação, reduzindo os custos convencionais de uma política monetária restritiva.

3.0.3 Tipos de autonomia e sua presença ao redor do mundo

Definir o nível de autonomia do BC pode ser mais complexo do que parece. Níveis muito elevados de autonomia podem gerar certo viés antidemocrático (Pellegrini 2004), fazendo-se necessário buscar o ponto que equilibra controle da inflação com a flexibilidade necessária para responder a distúrbios econômicos. Encontrar esse ponto de equilíbrio pode ser muito desafiador e esteve no cerne do debate de diversos estudiosos nas últimas décadas.

Neste sentido, Fisher (1995) sugeriu a existência de 2 tipos de autonomia, uma em que definidos os objetivos pelo governo, o Banco é autônomo no uso dos instrumentos para atingi-los e a outra em que a instituição define os objetivos e instrumentos. Os BCs ao redor do mundo apresentaram arranjos que se enquadram em um desses cenários e que buscam realizar o equilíbrio de forças citado.

Entretanto, a discussão sobre modelos de autonomia começa bem antes de Fisher em 1995. Um dos primeiros modelos sugeridos surge em 1985: é o “Banco Central Conservador” de Rogoff. O autor prioriza a estabilidade dos preços em detrimento a qualquer objetivo de curto prazo, uma vez que certos objetivos requerem uma inflação acima do nível esperado pelos agentes econômicos. Por exemplo, se a política monetária pretende levar o nível do produto a um patamar acima do produto potencial, ou reduzir o desemprego para um nível abaixo do natural, será preciso criar inflação. No entanto, é preciso ter em mente que, segundo a hipótese de preços rígidos, o nível de preço agregado e o salário nominal se ajustam ao longo do tempo. Isto é, no curto prazo o Banco Central tem impacto real no PIB e na taxa de desemprego. No longo prazo, no entanto, os estímulos monetários são incapazes de afetar o lado real da economia de forma sistemática. Sendo assim, produto e desemprego retornam a seus respectivos níveis potencial e natural. De modo que a inflação gerada não produziu ganhos reais para a economia.

Isso leva Rogoff a uma predileção pela estabilidade dos preços sugerindo uma autonomia de instrumentos e objetivos: enquadrando-se futuramente na mais absoluta das 2 definições de Fisher. Segundo o autor, esta máxima autonomia protege a instituição e a sociedade dos efeitos da inconsistência intertemporal e da dissonância entre os objetivos do Banco e do governo. Esse é o caso do Banco Central Europeu (BCE) que faz a gestão da política monetária de todos os países da zona do euro e é considerado o banco central mais independente do mundo, por possuir autonomia na determinação dos objetivos e na adoção dos instrumentos.

Em consonância com Rogoff, Alesina (1995) destaca que o modelo de autonomia de objetivos e instrumentos é superior ao de autonomia instrumental, utilizando-se o regime de metas (como veremos à frente). Isso porque, não ter autonomia de objetivos torna difícil isolar a política monetária da influência externa. O questionamento de Alesina reside em “Primeiro, o que acontece se os políticos não escolherem a regra correta? Presumivelmente, o banco central terá que seguir a regra “errada”. Segundo, o que acontece se os diferentes governos escolhem diferentes regras? Seria impossível ao banco central isolar a política monetária das incertezas políticas.” A limitação desta proposição mais absoluta está no trade-off do primeiro parágrafo

desta seção: em se priorizando o controle da inflação abre-se mão de certa flexibilidade na resposta de outros distúrbios de curto (ou longo) prazo que a economia possa enfrentar, tais como o desemprego.

Revisando o “Banco Central Conservador” de Rogoff e buscando atacar o problema de sua pouca flexibilidade, Lohmann (1992) trouxe uma autonomia mais branda, em que o BC consegue amortecer eventuais choques de oferta. A flexibilização, no entanto, pode ferir a credibilidade do Banco que passa a adotar condutas mais imprevisíveis. O Banco Central Alemão é o que mais se aproxima da definição de Lohmann. Seu estatuto define a perseguição do objetivo da estabilidade de preços, mas com certa discricionariedade para conciliar esta meta com níveis aceitáveis de desemprego e produto. O Fed (banco central estadunidense) por outro lado, possui um mandato mais amplo, o que aparentemente o dota de uma maior autonomia, mas por outro lado o sujeita a uma maior pressão de diversos grupos, justamente por não possuir um único objetivo bem definido.

Quem melhor se debruçou na outra definição de Fisher, aquela em que os objetivos são dados pelo governo e o BC é autônomo no uso dos instrumentos foram Walsh (1995) e Persson e Tabellini (1994). Os autores acreditam que devam existir contratos entre Banco e governo que definam penalidades e recompensas à execução da política monetária. É o caso do Banco Central do Reino Unido, que possui independência instrumental para atingir a meta definida pelo governo. Esse modelo cria incentivos aos dirigentes para perseguirem seus objetivos eliminando os efeitos da inconsistência intertemporal. Neste modelo os incentivos podem ser: possibilidade de perder o cargo, popularidade, apoio político, orçamento da instituição, remuneração, entre outros. O regime de metas para inflação é a aplicação prática dessa autonomia de instrumentos. A meta é um objetivo público, e o BC atua de forma autônoma para obtê-la, incorrendo nas penalidades supracitadas caso não a atinja.

O regime de metas parece também resolver o problema da acomodação de choques temporários. O estabelecimento de um intervalo de tolerância para meta, bem como a possibilidade de descumpri-la em momentos muito específicos e o prazo longo para cumprimento dela, flexibiliza a atuação do Banco Central. É, no entanto, essencial que a meta não seja alterada de forma frequente e discricionária, para que a

credibilidade não seja afetada.

Conforme veremos nas seções subseqüentes, o modelo brasileiro consiste na autonomia de instrumentos para perseguição dos objetivos, que são previamente definidos pelo governo.

3.0.4 Interferência política e viés inflacionário

Blinder (1997) e McCallum (1997) pensam que os Bancos Centrais não criam inflações para obter resultados temporários ou ajam de forma individualista. No entanto, não consideram o efeito da política nos seus modelos. A inclusão deste componente torna a inconsistência temporal mais defensável.

O modelo de Barro e Gordon (1983) define a função de perda conforme abaixo:

$$L = (u - ku^*)^2 + \alpha (\Pi - \Pi^*)$$

Nesta função de perda, u^* é o desemprego natural, $K < 1$ é o parâmetro que indica o nível ótimo de desemprego na ausência de concernimento com a inflação e α indica o nível de aversão à inflação.

De acordo com Rogoff (1985) a solução para eliminação do viés inflacionário se dá com um banqueiro central cujo α exceda o da sociedade. Isto é, um banqueiro central conservador. Mas, segundo Blinder (1997) existe uma solução ainda mais simples: direcionar o banco central para definir $k = 1$ — ou seja, não buscar um desemprego inferior à taxa natural. Isso significa direcionar o banco central para se comportar como se α fosse alto.

Em ambas as soluções (tanto a de Rogoff quanto a de Blinder) os banqueiros centrais deixam de lado suas próprias crenças pessoais sobre o que é melhor para a sociedade (α ou k) e adotam, em vez disso, valores de parâmetro que os levam a “cumprir seu dever”.

Entretanto, por trás do k existe uma complexidade muito maior que simplesmente defini-lo como 1 e zerar o viés. Como os políticos dependem da aprovação

popular, diante de uma taxa natural de desemprego elevada, a política monetária é muitas vezes direcionada a reduzir o nível do desemprego a patamares abaixo do natural, ainda que o efeito disto seja apenas temporário ou à custa de acelerar a inflação. Até mesmo banqueiros centrais bem intencionados de Bancos mais discricionários podem provocar surpresas inflacionárias para buscar ganhos de emprego de curto prazo. Essa prática, no entanto, pode ser muito nociva, uma vez que, a política monetária discricionária, no longo prazo, gera uma inflação média mais alta do que uma regra mecânica, mas não um desemprego médio mais baixo. Uma forma de mitigar a interferência política é estabelecer mandatos longos e intercalados entre os dirigentes do banco central. É o que fez o Brasil, conforme veremos na próxima seção.

3.0.5 Experiência Brasileira

Conforme será aprofundado ao longo desta monografia a literatura construída nas últimas décadas, associada a experiência de outros países aponta que um banco central autônomo propicia um ambiente econômico com inflação mais baixa e menos volátil. Nesse sentido, é importante lembrar que inflação alta é prejudicial a toda a população, especialmente aos mais pobres que possuem menos instrumentos e educação financeira para proteger-se da volatilidade dos preços. No controle dos preços, o Banco Central fixa a taxa de juros de modo que a inflação convirja à sua meta definida por lei, por meio do sistema de metas de inflação. Para o bom funcionamento do sistema de metas é essencial uma atuação autônoma do BC garantida por lei.

Além dos benefícios supracitados, a autonomia do BC contribui trazendo maior estabilidade ao sistema financeiro, ao passo que dota a instituição uma maior credibilidade, trazendo confiança de que o Banco será capaz de cumprir seus objetivos. Com o aumento da credibilidade, a autonomia possibilita que os juros estruturais sejam menores e a política monetária seja mais estável.

A autonomia do BC possui três óticas: operacional, administrativa e financeira. A autonomia operacional, no Brasil é protegida pela promulgação da lei comple-

mentar 179/2021 de 2021, que além de garantir autonomia sob as três óticas, criou mandatos fixos e não coincidentes para os dirigentes do BC e determinou que o presidente da república escolhe os dirigentes do Banco Central, mas está sujeito à aprovação do Senado Federal. A autonomia operacional diz respeito à liberdade para utilização dos instrumentos para o cumprimento da meta de inflação estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Abaixo serão discutidas algumas das principais medidas implementadas por lei que reforçam aspectos importantes para uma gestão autônoma.

A primeira dessas medidas são os mandatos descasados entre presidente e diretores do BC com o Presidente da República. Todos terão mandatos de 4 anos, mas não coincidentes, de modo que dois diretores terão mandatos com início no dia 1º de março do primeiro ano de mandato do Presidente da República; dois diretores no segundo ano de mandato do Presidente da República; dois no terceiro ano; e dois no quarto. Isso possibilita que o ciclo da política monetária (de longo prazo), fique protegido do ciclo político. O ciclo da política monetária tem como principal característica suas defasagens longas e variáveis, o ciclo político é usualmente guiado pelos calendários eleitorais, o que pode impor uma tendência inflacionária à política monetária. Essa proximidade excessiva entre governo e a autoridade monetária pode restringir e comprometer a boa execução da política monetária. A autonomia, por sua vez, “blinda” o Banco Central das interferências que possam provocar viés inflacionário, que ocorre quando a expectativa do público de que o BC seguirá uma política monetária considerada ótima é contrariada com uma política expansionista de curto prazo para estimular o produto e o nível de emprego.

Os mandatos descasados entre Executivo e dirigentes do BC podem atenuar este viés inflacionário. A imagem abaixo ilustra esse arcabouço institucional que dissocia os diferentes ciclos.

Mandato	2019	2020	2021 BCB Autônomo	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Presidente da República	Presidente Jair Bolsonaro				Presidente X				Presidente W				Presidente Z			
Presidente do BCB			Presidente Roberto Campos					Presidente BCB X				Presidente BCB W			Presidente BCB Z	
Diretor 1																
Diretor 2																
Diretor 3																
Diretor 4																
Diretor 5																
Diretor 6																
Diretor 7																
Diretor 8																

Figura 1 – Mandatos fixos definidos para Presidente do Brasil, do BC e diretores do Banco

Dessa forma, mesmo com o Presidente da República mantendo o poder de escolher toda a diretoria do BC ao longo de seu mandato, ela estará presente no mandato do próximo Presidente, e assim por diante. Logo, a autonomia não significa completa liberdade, mas sim um equilíbrio de forças. Para isso é importante que as políticas fiscais e monetárias estejam coordenadas, evitando que haja reversão das expectativas e que os instrumentos das políticas percam eficácia. Se os déficits governamentais, por exemplo, estiverem elevados, pode haver pressão para que o BC monetize este déficit por meio de expansão monetária. Este descontrole fiscal junto da expectativa de monetização da dívida neutraliza a ação da política monetária sobre a inflação, de modo que as expectativas de inflação sejam conduzidas principalmente pelo cenário fiscal. Os juros sobem para corrigir a inflação, o que aumenta o custo fiscal e a inflação não cede.

Outra determinação da lei são os critérios de exoneração dos Diretores do Banco Central do Brasil, pelo Presidente da República. Estes critérios são definidos para impedir demissões *ad nutum*. Neste sentido, fica definido que as demissões ocorrem quando a pedido do servidor; no caso de acometimento de enfermidade que incapacite o titular para o exercício do cargo; quando sofrerem condenação, mediante decisão transitada em julgado ou proferida por órgão colegiado, pela prática de ato de improbidade administrativa ou de crime cuja pena acarrete, ainda que temporariamente, a proibição de acesso a cargos públicos; ou quando apresentarem comprovado e recorrente desempenho insuficiente para o alcance dos objetivos do Banco Central do Brasil.

A autonomia exige também um maior grau de transparência da instituição. Neste

sentido, o presidente do Banco deverá apresentar relatórios semestrais de inflação e estabilidade financeira ao senado, que analisam a evolução recente e as perspectivas da economia. Além disso, são publicadas atas das reuniões do Comitê de Política Monetária e do Comitê de Estabilidade Financeira. Essas medidas são importantes para ampliar o grau de transparência e responsabilização dos dirigentes, uma vez que as decisões de política monetária influenciam diretamente a vida dos cidadãos.

4 Autonomia e Regime de Metas de Inflação

O primeiro Banco Central a adotar o regime de metas de inflação foi o Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) em 1989. Anos mais tarde, em 1991, foi adotado pelo Canadá e Chile, e em seguida por Israel e Reino Unido. No Brasil, o regime foi adotado em 1999, para substituir a âncora cambial, com a adoção do câmbio flutuante. Desde esse período, o uso deste instrumento tem possibilitado que a inflação fique sob controle, e em grande parte deste período dentro do intervalo de tolerância. Mesmo em períodos de choques significativos na economia, a inflação tem convergido à meta e para isso tem sido fundamental a ancoragem das expectativas de inflação. Isto é, as pessoas têm utilizado a meta como referência para a inflação futura, o que denota à economia uma maior previsibilidade e contribui para o melhor planejamento de seus agentes.

Isto influi diretamente sobre as expectativas, que embora pouco abordadas, são um dos principais mecanismos de transmissão da política monetária. Alterações na taxa de juros pelo banco central podem influenciar as expectativas dos agentes sobre o presente e o futuro da economia. Elevações da taxa de curto prazo podem reforçar a confiança no desempenho econômico e reduzir as taxas de juros de longo prazo, enquanto reduções durante recessões podem sinalizar melhoria futura, estimulando o consumo. A boa condução das expectativas é fundamental para o funcionamento do regime de metas, mas depende do nível de credibilidade que o Banco Central possui.

A meta para inflação é definida pelo Conselho Monetário Nacional e é dada pela variação do IPCA. Ela é definida até junho de cada ano para o ano calendário três anos à frente. No entanto, houve recentemente uma alteração, via publicação de um decreto alterando a “meta ano-calendário” para “meta contínua” a partir de 2025. A meta é manter o aumento do nível de preços em 3% ao ano.

Esse sistema, além de aumentar o nível da transparência, amplia o grau de responsabilização dos responsáveis pelas políticas. Uma vez que, os *policy makers* são obrigados a se comunicarem com o mercado por meio de comunicados, atas e

relatórios de inflação que detalham o *status quo* da economia e justificam as decisões tomadas. Em caso de descumprimento, por exemplo, o Presidente do BC deve escrever uma carta-aberta explicando as causas do descumprimento e as medidas que serão adotadas para convergir a inflação à meta.

Segundo o ex-presidente do Banco Central Armínio Fraga, o modelo de autonomia operacional torna o Executivo co-responsável pela execução da política monetária. Isto posto que se o CMN que escolhe a meta, fica claro que quem a escolhe é o governo e não o BC, cabendo ao segundo administrar a política monetária para atingi-la. Esse sistema, segundo Armínio, cria um compromisso do governo com o Banco Central e reduz demissões sem justa causa na instituição, seja de diretores ou presidente. Além disso, se o governo não estiver satisfeito com a política monetária, mas o BC estiver perseguindo a meta, fica difícil que seja feita uma substituição.

Mas os benefícios não se resumem aos itens supracitados. O regime de metas para inflação ancora as expectativas de inflação de longo prazo, reduz o custo do processo de desinflação, reduz o nível e volatilidade da inflação, proporciona uma maior flexibilidade para absorção de choques e propicia um ambiente econômico de maior previsibilidade e transparência. Além disso, é essencial para a sustentação do tripé econômico brasileiro, que consiste além das metas, no regime de câmbio flutuante e na responsabilidade fiscal. Esse tripé existe para garantir inflação baixa e crescimento sustentável.

O bom funcionamento do regime de metas depende diretamente do funcionamento autônomo do Banco Central. Isto significa que, é preciso que a instituição consiga atuar de forma técnica e independente para cumprir sua missão. Além disso, conforme supracitado, o regime de metas reduz o custo de desinflação, mas, apenas se o BC for crível, e essa credibilidade depende fortemente de uma atuação autônoma. Só por meio dela que o Banco consegue ancorar as expectativas de inflação, o que vai reduzir o custo de trazê-la à meta. É importante dizer que o BC só construirá credibilidade se houver comprometimento com a meta anunciada.

Desse modo, temos que a autonomia beneficia a engrenagem econômica ao passo que permite que o BC busque seus objetivos, estabelecidos em lei, de forma técnica,

objetiva e imparcial. Isso possibilita a distinção do ciclo político do ciclo econômico, diminuindo instabilidades e facilitando a obtenção de inflação baixa, menores juros estruturais e maior estabilidade monetária e financeira.

4.0.1 Base Empírica para a adoção do Regime de Metas, segundo Bernanke, Laubach, Mishkin e Posen (1999)

Conforme discutido nas seções anteriores, o regime de metas de inflação está intimamente ligado ao modelo de gestão autônoma em que o BC tem liberdade na escolha dos instrumentos para atingir os objetivos determinados pelo governo. Esta seção explora os principais argumentos que sustentam o Regime de Metas, que por sua vez condiciona a gestão autônoma.

As políticas macroeconômicas, em geral, buscam vários objetivos, incluindo o crescimento econômico real, baixa inflação, baixa taxa de desemprego e estabilidade financeira. No entanto, a estratégia de “meta de inflação” coloca a estabilidade dos preços como o objetivo prioritário de longo prazo da política monetária. Esse foco exclusivo na estabilidade de preços, mesmo em detrimento de outros objetivos, é justificado por três argumentos principais, que foram desenvolvidos no livro “Inflation Targeting” de Bernanke, Laubach, Mishkin e Posen.

Primeiro, a ênfase no controle da inflação reflete uma mudança na confiança dos economistas sobre a capacidade da política monetária de suavizar flutuações econômicas de curto prazo. Economistas e *policy makers* tornaram-se menos convencidos de que é possível usar a política monetária para moderar essas flutuações de maneira eficaz, exceto em casos extremos de recessão prolongada. Além disso, muitos macroeconomistas concordam que, a longo prazo, a taxa de inflação é a única variável econômica diretamente afetada pela política monetária. Portanto, ao estabelecer uma meta de baixa inflação, os formuladores de políticas estão, em grande medida, aceitando as limitações sobre o que a política monetária pode realmente influenciar.

Além disso, taxas altas de inflação são prejudiciais à eficiência econômica e ao crescimento. A manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável é vista como

essencial para alcançar outros objetivos econômicos, como o crescimento e a criação de empregos. Taxas de inflação elevadas tendem a distorcer o comportamento econômico e os investimentos, criando ineficiências que prejudicam o desenvolvimento econômico sustentável.

Por fim, o foco central no nível de preços ajuda os formuladores de políticas a comunicar suas intenções de maneira clara ao público, impondo um grau de disciplina e previsibilidade ao banco central e ao próprio governo. Por exemplo, ao usar a política monetária para estabilizar a economia a curto prazo, a meta de inflação de longo prazo funciona como um “âncora” que impede a adoção de medidas que possam prejudicar a estabilidade futura dos preços. Em outras palavras, ao manter a estabilidade de preços como um objetivo fundamental, a política monetária torna-se mais consistente e racional.

A abordagem destes autores é uma evolução na visão que predominava nas décadas de 1960 e 1970. Neste período, pautados nos ensinamentos das Curva de Philips, os economistas e formuladores de política monetária acreditavam que existia um nível de inflação aceitável, em troca de obter menores níveis de desemprego no longo prazo. Entretanto, ficou mais claro futuramente que os trabalhadores e empresas ajustam suas expectativas de inflação ao longo do tempo, anulando os benefícios temporários dessas políticas expansionistas. De modo que, a falta de compromisso com a estabilidade de preços pode gerar inflação persistentemente alta, sem benefícios sustentáveis para o emprego ou a produção.

5 Métricas de Independência

Ao longo da história foram desenvolvidos diversos métodos e índices que buscavam examinar a independência dos bancos centrais. Os primeiros autores a se debruçar sobre o tema foram Michael Parkin e Robin Bade. No artigo “Central Bank Laws and Monetary Policies: A Preliminary Investigation”, de 1978, os autores apresentaram uma investigação da relação entre as principais características das políticas monetárias de diversos países e as leis que estabelecem e delimitam o poder dos Bancos Centrais. O estudo focou na experiência de 12 países: Austrália, Bélgica, Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Holanda, Suécia, Suíça, Inglaterra e Estados Unidos. O estudo focava em destrinchar 3 aspectos dos estatutos destes 12 bancos centrais: objetivos da política do Banco Central previstos em lei, relação entre banco central e governo na formulação da política monetária e procedimento de eleição dos diretores do banco central.

Os autores classificam como menos independentes, os bancos em que a autoridade final de política era o governo, ou se o governo nomeasse os membros do corpo decisório, ou se as autoridades do governo participassem do conselho de diretores do banco. Era o caso da Austrália. Na época, a autoridade final na condução da política monetária era o *Federal Treasurer*. Isto é, os membros do Banco Central deviam informar ao governo sobre a condução da política monetária, e em caso de desacordo, a decisão seria tomada pelo chefe de Estado, sob a recomendação e assessoria do Federal Executive Council. Em seguida, o Tesouro informa ao BC a decisão tomada, e o mesmo deve adotar a política.

No caso da Bélgica, a independência do Banco Central era ainda mais restrita. Segundo o estatuto do Banco, “O Ministro das Finanças deve ter total controle sobre as operações do Banco Central, podendo se opor a qualquer medida que seja contrária à lei ou aos interesses do governo”. No caso dos belgas, o BC era meramente um agente que adotava a política monetária determinada pelo governo. Semelhante ao caso dos belgas e dos australianos, é o que vemos no Banco Central da Itália, Japão, Holanda e Suécia. No entanto, já haviam Bancos que flertavam

com a independência, como o Banco Central alemão, o suíço e o do Canadá, que até 1967 parecia ser o único verdadeiramente independente.

O trabalho de Bade e Parkin evolui para a conclusão de que bancos centrais independentes do governo tanto na formulação da política monetária, quanto no apontamento dos diretores do banco proporcionam uma taxa de inflação mais baixa.

Anos mais tarde, em 1991, Vittorio Grilli, Donato Masciandaro e Guido Tabetlini publicaram um novo artigo que visava incrementar o índice de Bade e Parkin, de modo a incluir mais países e novos elementos, que antes não estavam sendo considerados. Tais como nomeações, envolvimento do governo na tomada de decisões, relação do banco com os tomadores de decisões, financiamento monetário e instrumentos monetários (se a taxa de desconto é fixada pelo banco central; se a supervisão bancária ocorre fora do banco central). Essas métricas eram pontuadas de forma binária, além disso recebiam 2 pontos quando não possuíam responsabilidade pela supervisão bancária e 1 ponto se compartilhassem essa supervisão com outros atores governamentais, e zero caso fossem os únicos supervisores.

Em 1992 Alex Cukierman, Steven Webb e Bilin Neyapti, constróem um novo índice, que abrange 72 países e emprega 16 diferentes variáveis codificadas de 0 a 1. Essas variáveis levam em consideração o status legal do executivo do banco, formulação de políticas, objetivos e limitações aos empréstimos ao governo. Os critérios de pontuação são pré-estabelecidos, no caso do mandato do executivo do banco, 0,75 pontos para um mandato de 6 a 8 anos, 0,5 pontos para um mandato de 5 anos e 0,25 pontos para um mandato de 4 anos. As variáveis são ponderadas, de modo que aquelas relacionadas ao executivo somam 0,2, a formulação de políticas 0,15, a de objetivos legais 0,15 e as variáveis relacionadas ao empréstimo somam 0,5. A partir deste estudo, vários outros surgiram na pretensão de refinar estas métricas, incluindo novas variáveis e removendo outras menos relevantes.

Em fevereiro de 2024, um novo estudo constrói um índice completamente novo em três décadas, que utiliza um conjunto de dados do Banco Mundial sobre Legislação dos Bancos Centrais e Operações e Instrumentos Monetários e ponderações derivadas de uma nova pesquisa com 87 bancos centrais. Este índice se concentra

em dez métricas principais que foram desenvolvidas a partir destes dados e baseadas em legislações catalogadas pelo FMI. As métricas incluem: a independência do diretor executivo, que deve ter mandato superior ao ciclo eleitoral e não ser exclusivamente nomeado pelo Executivo; a independência do órgão de governança mais alto, cujos membros devem ter mandatos maiores que o ciclo eleitoral e não podem ser destituídos por questões políticas; a independência orçamentária, onde o banco central não deve depender da aprovação legislativa anual para seu orçamento; a independência na formulação de políticas monetárias, sem interferência de outros órgãos governamentais; a priorização da estabilidade de preços como objetivo primário; a proibição de empréstimos de longo e curto prazo ao governo; a independência financeira, com capital próprio e controle sobre distribuições ao governo; restrições a empréstimos fora do sistema financeiro; e limitações sobre auditorias, que devem se concentrar apenas na eficiência operacional, sem interferir em decisões de política monetária.

Os pesos atribuídos a cada uma das variáveis foi definido por meio de uma pesquisa que foi enviada a 193 autoridades monetárias, e os participantes avaliaram a importância de cada variável em uma escala de 0 a 5, com base na relevância global para bancos centrais, e não apenas nas suas próprias instituições. Os participantes, que incluíam conselheiros gerais, chefes de departamentos jurídicos e governadores, vieram de todas as regiões do mundo, com alta representatividade de países de alta renda e da Europa, enquanto países africanos e de baixa renda responderam em menor número.

Os resultados mostraram que, em média, todos os dez critérios foram considerados “muito importantes”, embora algumas métricas, como o empréstimo de curto prazo ao governo e as restrições a empréstimos fora do sistema financeiro, tenham sido avaliadas como menos importantes por alguns bancos centrais. Em contraste, a independência financeira foi vista como “crítica” pela maioria dos respondentes, sendo a variável mais valorizada. A inclusão da independência financeira no índice é um diferencial, visto que estava ausente em índices anteriores, como o CWN (Cukierman, Webb e Neyapti). O índice reflete a opinião dos principais profissionais envolvidos na gestão de bancos centrais e captura as nuances da independência ao

ajustar as métricas com base na importância atribuída pelos próprios especialistas.

Com esses dados, o índice avalia a independência legal de 151 autoridades monetárias. Em comparação com índices anteriores, o novo índice atribui, em média, pontuações mais baixas para a independência dos bancos centrais, em parte devido ao uso de métricas compostas mais rigorosas, que geram variação significativa e reduzem a média geral.

Mais da metade das autoridades monetárias avaliadas não atendem a seis das dez métricas do índice, sendo a formulação independente de políticas monetárias a métrica mais comum, presente em 58% dos bancos centrais. No entanto, a independência do executivo principal e dos membros do órgão de governança são as menos atendidas, com apenas 25% e 17%, respectivamente, demonstrando que, na maioria dos casos, ainda há desafios significativos em garantir a plena independência dessas instituições.

6 Rotatividade de dirigentes e inflação

Conforme já discutido neste trabalho, a independência do Banco Central pretende reduzir o viés inflacionário presente em políticas discricionárias ao blindar as decisões de política monetária de interferência política. Apesar dos índices desenvolvidos ao longo do tempo para medir o nível de independência dos países, tem sido um grande desafio quantificar de forma precisa e robusta os fatores que garante a independência de um banco central, bem como seus reais efeitos sobre a economia. No entanto, conforme afirmou Haan e Kooi (2000) "A análise empírica sobre independência do banco central e inflação se notabilizou por revelar uma relação inversa entre essas variáveis".

Nesse sentido, segundo Helder Ferreira de Mendonça (2006), professor do Departamento de Economia da UFF, uma alta rotatividade do dirigente do banco central, indica um menor nível de independência, uma vez que implicaria um mandato do banqueiro central inferior ao chefe do executivo. Isso atravanca a implementação de políticas de longo prazo, como a estabilidade de preços.

O estudo de Mendonça pretende investigar se a independência do banco central ajudou a controlar a inflação. Para isso, foi analisada o nível de independência do Banco Central do Brasil entre 1980 e 2002, usando a metodologia de Cukierman e seus colegas, que foca no comportamento real do banco central, incluindo a rotatividade de seus presidentes, em vez de apenas aspectos legais da independência.

Essa metodologia é preferida para países em desenvolvimento. Apesar da existência de alguns vieses, ela avalia a variação no comportamento real do BC. A análise revelou que a rotatividade dos presidentes do Banco Central do Brasil diminuiu significativamente desde 1985, com a menor rotatividade ocorrendo durante o segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso, refletindo uma maior estabilidade na política monetária.

Para a construção do índice de independência do BCB a partir da metodologia de Cukierman, Webb e Neyapti foram utilizadas uma série de perguntas, como:

Qual a rotatividade do presidente do banco central?; Qual o nível de restrições ao financiamento do setor público via banco central?; Na prática, em favor de quem se resolvem os conflitos entre o governo e o banco central?; Quem determina o orçamento do banco central?; entre outras. Essas perguntas foram respondidas para diversas gestões do Banco Central de modo que há uma expressiva melhora na pontuação, isto é, no nível de independência após a introdução do Plano Real. Em 1990/93, por exemplo, o índice estava em 0,46. Em 2000/02, estava em 0,76.

Mendonça lista algumas possíveis justificativas para o incremento do grau de independência após Plano Real. A primeira das principais justificativas está no uso de metas para inflação, que aumenta o nível de transparência e por meio das bandas permite uma oscilação de curto prazo para cima ou para baixo, restringindo a volatilidade da inflação. A consequência dessa medida foi a redução do viés inflacionário, e aumento da independência operacional do Banco Central. Outra justificativa, é a redução na rotatividade dos presidentes do banco central, o que inibe o problema de inconsistência temporal das políticas de estabilidade dos preços.

Depois de identificar essas justificativas, o professor da UFF realizou uma regressão entre o grau de independência, a rotatividade dos presidentes e a inflação (medida pelo IPCA) de 1980 a 2002. Os resultados mostraram que, ao contrário do esperado, a independência do Banco Central não teve uma relação significativa com a inflação. A variável dummy associada ao Plano Real foi significativa e negativa, indicando o sucesso do plano em reduzir a inflação. Por outro lado, a rotatividade dos presidentes foi positivamente relacionada com a inflação e estatisticamente significativa.

O teste de causalidade de Granger (que explica a precedência temporal entre variáveis), no entanto, indicou que a inflação causou a rotatividade dos presidentes, e não o contrário, sugerindo que a redução da rotatividade não contribuiu diretamente para o controle da inflação durante o período analisado.

O que o estudo de Mendonça pode não ter levado em consideração é que a rotatividade só existiu pela pouca independência do Banco. Isso porque, os políticos, preocupados com a aprovação popular e com os calendários eleitorais, são imediatistas

em suas tomadas de decisão, de modo a demitir o banqueiro central sem aguardar a completude de sua política. O contrafactual dessa demissão *ad nutum* seria o Banco Central Independente, blindado de interferência política, levar a política a termo e estabilizar a inflação sem abalar sua credibilidade. Isso significa, que mesmo que a inflação tenha causado a rotatividade e não o contrário, segue sendo razoável pensar que no caso do Banco ser independente, a inflação poderia ser controlada de forma mais eficaz e menos custosa, sem que houvesse rotatividade.

7 Credibilidade e Independência do Banco Central

Segundo Cukierman (1986) são propostas 2 medidas de credibilidade: a primeira – credibilidade média – está inversamente relacionada à distância entre os anúncios dos policy makers e as crenças do público; a segunda – credibilidade marginal – mede até que ponto uma variação de uma unidade nos alvos anunciados afeta as expectativas. Ainda segundo o autor, a credibilidade média possui a característica de um bem de capital que é gradualmente acumulado e consumido. Quanto mais limitado for o controle da moeda pelo formulador de políticas e mais ruidosos forem seus anúncios, mais tempo levará para construir e consumir este “estoque” de credibilidade. Dialogando com estas definições, Blinder (2000) afirmou que credibilidade é possuir um histórico de “fazer o que foi falado”.

Na busca por entender os impactos da credibilidade na formulação de políticas econômicas, o artigo de POSEN (1995) “Central Bank Independence and Disinflationary Credibility: A Missing Link?” pretende atacar a seguinte reflexão: sempre que uma mudança de curso na política monetária é anunciada, qual a relevância para o sucesso dela se as pessoas estiverem mais disponíveis a acreditar na responsividade da política? Isto é, a política está mais propensa a ser bem sucedida se as pessoas acreditarem no sucesso dela?.

A partir deste questionamento o estudo faz diversas afirmações relevantes sobre independência e desinflação e busca prová-las por meio de dados, a começar por: Quanto maior a independência do BC, menor o custo de desinflação, *ceteris paribus*. O autor defende que se a independência do banco central é um mecanismo por meio do qual o banqueiro central aumenta a credibilidade de seu compromisso na estabilização dos preços, ela permite que os tomadores de decisão da iniciativa privada não precisem se proteger de surpresas inflacionárias induzidas pelo governo. Isso significa que nos países com bancos centrais independentes as taxas de inflação são reduzidas, principalmente pela diferença de comportamento desses agentes privados.

A segunda grande previsão do autor é quanto à rigidez nominal de salários. Segundo ele, quanto maior o nível de independência da instituição maior será essa

rigidez, isso porque se assumimos que em ambientes de baixa inflação as pessoas preferem contratos nominais para economizar nos custos de renegociação, num regime de políticas críveis haverá rigidez nominal de contratos.

Outra importante previsão de POSEN é sobre o tempo de desinflação de uma política contracionista. Segundo o autor, mesmo com contratos nominais longos, o que inicialmente parece atrapalhar a desinflação, quanto maior a independência, maior a velocidade de estabilização de preços. Isso posto que, quando uma política contracionista perfeitamente crível é anunciada, o Banco Central pode estabelecer um intervalo entre o anúncio e implementação da política de modo que os contratos se ajustem. Além disso, no período da renegociação as partes ajustam a expectativa de inflação ao guidance do BC, dada sua credibilidade.

O paper usa uma amostra de 17 países membros da OCDE de 1950-89, e nos dados parece não ter indício que a correlação negativa entre independência do Banco Central e baixos níveis de inflação esteja necessariamente relacionada à credibilidade. Além disso, as implicações para a mudança de comportamento dos agentes, tanto do setor público, quanto privado (que contribuem para a desinflação) não parecem estar associadas ao advento da credibilidade. Com relação a fixação dos contratos, os dados mostram que os países com maior nível de independência também não parecem ter contratos nominal rígidos. No entanto, os dados confirmam não apenas a correlação negativa entre independência do banco central e os baixos níveis de inflação, mas também a relação positiva entre redução do custo desinflacionário e aumento da independência.

A conclusão deste estudo é que apesar das correlações supracitadas entre independência do BC e baixos níveis de inflação, o aumento da credibilidade parece não explicá-las. Este é um dos primeiros estudos acerca do tema da credibilidade e por contemplar dados até 1989 pode não replicar a realidade dos dias de hoje. O que veremos a seguir, num estudo de alguns anos mais tarde, é que a visão dos economistas e dirigentes de Bancos Centrais pode ter mudado.

7.0.1 O que pensam os estudiosos e os policy makers

O paper “Central Bank Credibility: Why do we care? How to build it?” investiga os principais aspectos que condicionam a existência de um banco central crível. Nesse sentido, foram investigadas as opiniões de economistas e dirigentes do banco central ao redor do mundo com o objetivo de entender: Quão importante é a credibilidade de um banco central? e Quanto os conceitos “credibilidade” e “dedicação à estabilidade de preços” estão relacionados?

Blinder sugere 7 razões para as quais a credibilidade se faz importante de modo que os participantes da pesquisa respondam:

1 = discordo totalmente;

2 = discordo;

3 = neutro;

4 = concordo;

5 = concordo totalmente

As prováveis razões são:

Q3 - Desinflação menos custosa: Um banco central mais confiável pode reduzir a inflação a um custo social menor. Isto é, anúncios desinflacionários confiáveis reduzem a expectativa de inflação abruptamente, permitindo que a taxa de inflação caia sem a necessidade de um período de alto desemprego.

Q4 - Manter a inflação baixa: Choques inflacionários são menos propensos a se incorporarem nas expectativas inflacionárias se o banco central for mais confiável no combate à inflação.

Q5 - Mudanças de estratégia: A ideia é que a credibilidade confere a um banco central maior flexibilidade tática ou até mesmo estratégica. Por exemplo, um banco central crível conhecido por seu zelo anti-inflacionário pode ser capaz de mudar a direção da política monetária sem gerar temores de que estivesse abandonando o combate à inflação.

Q6 - Servir como emprestador de última instância: Se o Banco Central for confiável, injetar liquidez na economia em um momento de crise financeira não eleva as expectativas de inflação.

Q7 - Defender a moeda: Em caso de países com regimes de câmbio fixo, o BC pode ter maior facilidade para defender a moeda de ataques especulativos.

Q8 - Servidores públicos devem ser confiáveis: Os banqueiros centrais são servidores públicos e, portanto, têm o dever de ser transparentes e verdadeiros com o público.

Q9 - Suporte para independência: A credibilidade é importante para garantir apoio da população a um banco central independente.

A tabela a seguir mostra a pontuação dada pelos economistas e dirigentes do Banco Central às prováveis razões para o questionamento.

Reasons Why Credibility Is Important

Survey Question	Method	Central Banks			Economists		
		:	F	Rank ^a	:	F	Rank ^a
Q3	Less costly disinflation	4.13	.78	2	3.83	1.12	2
Q4	To keep inflation low	4.39	.60	1	4.17	.83	1
Q5	To change tactics	4.38	.54	5	3.97	1.03	3
Q6	To serve as lender of last resort	4.12	.77	6	3.74	1.07	4
Q7	To defend the currency	4.29	.70	3	3.47	1.04	5
Q8	Public servants should be truthful	4.00	.84	7	3.30	1.07	6
Q9	For support for independence	4.34	.75	4	3.19	1.00	7

^aThese are based on ranks given explicitly by respondents, not by mean scores.

Figura 2 – Por que a credibilidade é importante?

Com relação ao suporte para a independência, foi o item de maior divergência

entre os banqueiros centrais e economistas. A média de pontuação para essa ideia entre os banqueiros centrais é alta, 4,34, classificando-a em quarto lugar entre as sete razões. No entanto, os economistas a classificam em último, com uma pontuação média de apenas 3,19, pouco acima de "neutro". Aparentemente, ou os acadêmicos não acreditam que a independência do banco central seja extremamente importante (improvável), ou acreditam que o público apoiará a independência mesmo que o banco central seja enganoso.

Deste modo, embora os banqueiros centrais concordem com todas as sete razões para a importância da credibilidade, eles preferem quatro: uma maior credibilidade torna a desinflação menos custosa, ajuda a manter a inflação baixa uma vez que já está controlada, facilita a defesa da moeda e auxilia na obtenção de apoio público para a independência do banco central.

Em seguida, os participantes da pesquisa foram questionados sobre "Quão importante é a independência do banco central para manter a credibilidade?". A média fica em 4,51 para os dirigentes do banco central e em 3,99 para os economistas. Esta mesma relação foi questionada para vários outros aspectos, como: "Quão importante é a transparência para manter a credibilidade?", o histórico de honestidade, histórico de combate à inflação entre outras. A média para a preponderância da independência na credibilidade é a segunda maior, atrás apenas do histórico de honestidade. O resultado deste segundo questionamento está descrito na tabela abaixo.

How to Build Credibility

Survey Question	Method	Central Banks			Economists		
		<u>:</u>	<u>F</u>	<u>Rank^a</u>	<u>:</u>	<u>F</u>	<u>Rank^a</u>
Q11	Central bank independence	4.51	.63	2	3.99	.86	2
Q12	Transparency	4.13	.71	4	3.44	1.18	4
Q13	History of honesty	4.58	.52	1	4.30	.80	1
Q14	History of fighting inflation	4.15	.67	3	3.83	.86	3
Q15	Constrained by a rule	2.89	1.01	6	2.32	1.06	6
Q16	Incentives (personal loss)	2.15	1.10	7	1.95	.96	7
Q17	Small fiscal deficit/debt	3.92	.93	5	3.27	1.14	5

^aRanked by mean scores.

Figura 3 – O que torna um Banco Central crível?

A lição deste resultado é que bancos centrais independentes que não têm um histórico podem ser menos críveis do que bancos centrais não independentes que possuem um histórico mais crível no cumprimento de seus objetivos. Possuir bom histórico parece ser uma boa proxy para o comportamento futuro da instituição, indicando a força da credibilidade. A independência é o segundo ponto mais importante para economistas e dirigentes do banco central quando se trata de aumentar a credibilidade, o que corrobora com a noção de que bancos centrais independentes, na média, atuam de forma mais técnica e consistente de modo a conter a volatilidade dos mercados e realizar política monetária de forma menos custosa.

8 Críticas e visões alternativas

Se o criador do Banco Central, Denio Nogueira, foi um assíduo defensor da independência, por outro lado existiram importantes presidentes do Banco Central do Brasil que teciam críticas ao modelo da autonomia. Era o caso de Ernane Galvêas, por exemplo. Segundo ele, dar absoluta autonomia e independência a um banco central o tornaria uma “fortaleza inexpugnável, teria mais prestígio, mais autoridade, mais poder do que o presidente da República”.

O ex-presidente do Bacen, Paulo Lira, defendia a independência do presidente do Banco Central, mas não do organismo como um todo. Segundo Lira, o comandante da estruturação brasileira e responsável pelo crescimento econômico sustentável e pelo enfrentamento das adversidades é o ministro da Fazenda. Por isso, em caso de desacordo entre presidente do BCB e ministro da Fazenda, o primeiro deve demitir-se, e isto por si só é uma tomada de decisão política, que segundo o economista transparece à população que algo está errado, ou em suas palavras que “Há uma discordância que não pode ser superada”.

Outra crítica frequente ao Banco Central Autônomo foca na coordenação de políticas. Sob esta ótica, no livro “Banco Central e Regulamentação Bancária”, a advogada Rosa María Lastra afirma que uma das maiores oposições à independência de Bancos Centrais é que isto atrapalha a execução de uma política econômica consistente. Isso quer dizer que podem existir “perdas por atrito” resultado de políticas monetária e fiscal mal coordenadas. Se elas buscarem objetivos diferentes haverá uma falta de alinhamento muito prejudicial à economia e ao controle do nível de preço.

Há também quem defenda que a autonomia possui um caráter antidemocrático. Embora o governo seja eleito democraticamente, a política monetária esta delegada à uma instituição autônoma que não foi eleita da mesma forma. Entretanto, no caso específico de Bancos Centrais, isso pode ser benéfico ao passo que distancia a instituição de vieses políticos e práticas pautadas em calendários eleitorais.

Outro juízo é que o objetivo do Banco Central pode estar viesado pelos interesses da instituição ou de algum determinado grupo. Neste caso, ele pode simplesmente evitar confrontos políticos (mesmo quando necessário) para manter seu status. Este problema, no entanto, pode ser mitigado se o Banco adotar condutas transparentes e incrementar mecanismos de responsabilização.

9 Conclusões

Ao longo desta monografia, foi possível entender a trajetória da autonomia do Banco Central do Brasil desde sua implementação, passando pela ditadura, pela implementação da autonomia operacional e do regime de metas até o estabelecimento da autonomia legal. Este marco institucional representa um avanço significativo na condução da política monetária, ao proteger a autoridade monetária de influências políticas, o que garante ao BC um maior nível de credibilidade e eficiência no combate à inflação.

O estudo evidencia que, em um contexto de independência técnica e clareza de objetivos, o Banco Central é capaz de controlar as expectativas inflacionárias e implementar políticas monetárias que favoreçam a estabilidade econômica de longo prazo. Essa estabilidade é essencial, especialmente em uma economia como a brasileira, historicamente marcada por episódios de inflação descontrolada.

Essa maior capacidade de implementar políticas e controlar as expectativas só é possível pela blindagem que a autonomia proporciona com relação à interferência política e de outros grupos de interesse. Essa blindagem protege a economia de vieses inflacionários e aumenta a credibilidade do Banco frente aos agentes econômicos, que passam a acreditar que a política será determinada única e exclusivamente pela análise técnica e analítica da instituição.

Traçando um paralelo com os dias de hoje, entre o final de 2023 e início de 2024, observamos um alto nível de divergência entre o que pretendia o poder executivo brasileiro, e a condução da política monetária pelo Banco Central. Além disso, as insatisfações com o modelo da instituição e seus dirigentes eram frequentemente vocalizadas pelo Executivo, que pedia por juros mais baixos, o que facilitaria o acesso a crédito aos brasileiros e reduziria o custo da dívida, mantendo níveis mais desejáveis de aprovação popular. Era, no entanto, essencial que os juros se mantivessem altos para ancoragem das expectativas de inflação e estabilização dos preços. Não fosse a autonomia do banco, que o blindou das interferências políticas, poderia ter havido rotatividade de dirigentes, o que abalaria a credibilidade da instituição e sua

capacidade de conduzir as expectativas e estabilizar os preços. Essas interferências afetam a credibilidade do Banco, uma vez que, fazendo-o agir de forma diferente do que havia sido comunicado a seu público, o Banco perde a capacidade de cumprir com sua palavra e deixa de ser crível. Conforme vimos, isto aumenta o custo de desinflacionar a economia.

Por outro lado, reconhece-se que a autonomia legal, apesar de ser um avanço, não é uma solução mágica para todos os desafios econômicos. A coordenação com a política fiscal e o alinhamento das expectativas permanecem como pilares para o sucesso de qualquer política monetária. Isso requer uma comunicação clara e transparente entre o Banco Central e a sociedade, bem como um compromisso contínuo com a responsabilidade fiscal.

Assim, fica nítido que a autonomia do Banco Central é mais do que uma vitória institucional; e preservá-la é um compromisso com o futuro do país. Abandonar esse avanço representaria um retrocesso histórico, com custos econômicos e sociais incalculáveis. Cabe a todos os agentes econômicos e políticos reconhecerem que a estabilidade de preços, a credibilidade institucional e o crescimento sustentável só são alcançáveis por meio de uma autoridade monetária verdadeiramente autônoma e tecnicamente orientada.

10 Referências Bibliográficas

- [1] de Paula, L. F. R. (2004). A questão da autonomia do banco central: uma visão alternativa. *Indicadores Econômicos FEE*, 32(1), 253-264.
- [2] Saddi, J., Nusdeo, F. (1997). *Autonomia do Banco Central*.
- [3] Torres, E., Martins, N. (2019). O projeto de autonomia do Banco Central: independência dos políticos ou da democracia. *Le Monde Diplomatique Brasil, Observatório da Economia Contemporânea*. Acessado em <https://diplomatique.org.br/o-projeto-de-autonomia-do-banco-central-independencia-dos-politicos-ou-da-democracia>.
- [4] Torres, E., Martins, N. (2019). O projeto de autonomia do Banco Central: independência dos políticos ou da democracia. *Le Monde Diplomatique Brasil, Observatório da Economia Contemporânea*. Acessado em <https://diplomatique.org.br/o-projeto-de-autonomia-do-banco-central-independencia-dos-politicos-ou-da-democracia>.
- [5] Rosende R, F. (1993). La autonomía del Banco Central de Chile: una evaluación preliminar. *Cuadernos de Economía*, 293-326.
- [6] Lemes, A. C. C., Morais, G. R., Nunes, V. Q. (2019). Autonomia do Banco Central. *O Eco da Graduação*, 4(2), 29-29.
- [7] Dias, L. A. D. S., Gibran, S. M., Neto, R. C. (2021). A Autonomia do Banco Central como Forma de Regulação Econômica. *Administração de Empresas em Revista*, 4(22), 101-116.
- [8] Lima, P. B. P. S. *A AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL*.
- [9] PELLEGRINI, J. A. (2004). Autonomia do banco central. *Textos para discussão*, 16, 1-59.
- [10] Adrian, Tobias, Ashraf Khan, and Lev Menand. "A New Measure of Central Bank Independence." (2024).
- [11] Parkin, Michael, and Robin Bade. "Central bank laws and monetary policies: A preliminary investigation." (1978).

[12] Mendonça, Helder Ferreira de. "Efeitos da independência do banco central e da taxa de rotatividade sobre a inflação brasileira." *Brazilian Journal of Political Economy* 26 (2006): 552-563.

[13] Posen, Adam. "Central bank independence and disinflationary credibility: a missing link?." *Oxford Economic Papers* 50.3 (1998): 335-359.

[14] Blinder, Alan S. "Central-bank credibility: Why do we care? how do we build it?." *American economic review* 90.5 (2000): 1421-1431.

[15] Lima, S. R. F. (2006). A autonomia do Banco Central do Brasil: as tensões que obstruíram a sua formalização no governo FHC.

[16] Herrendorf, B., & Lockwood, B. (1997). Rogoff's "conservative" central banker restored. *Journal of Money, credit, and Banking*, 476-495.

[17] PELLEGRINI, J. A. (2004). Autonomia do banco central. *Consultoria Legislativa do Senado Federal*.

[18] Barro, R. J., & Gordon, D. B. (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of monetary economics*, 12(1), 101-121.

[19] BLINDER, Alan S. Distinguished lecture on economics in government: What central bankers could learn from academics—and vice versa. **Journal of Economic perspectives**, v. 11, n. 2, p. 3-19, 1997.

[20] Portal do Banco Central do Brasil: https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apresentacao_3.8.24.VPUB.pdf

[21] Portal do Banco Central do Brasil: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicometas>

[22] Portal do Banco Central do Brasil: https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apontamentos_4.2.21.pdf

[23] Senado Notícias: [https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2007/02/27/regime-de-metas-de-inflacao-e-](https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2007/02/27/regime-de-metas-de-inflacao-e-seguido-por-24-paises)

[seguido-por-24-paises](https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2007/02/27/regime-de-metas-de-inflacao-e-seguido-por-24-paises): :text=O%regime%0de%0metas%0de,e%0Reino%0Unido%C%0em%01992.

[24] Materiais das aulas da Professora Maria Claudia Gutierrez, do Departamento de Economia da PUC-Rio.

[25] Alesina, A. & Gatti, R. (1995). Independent central banks: low inflation at no cost?. The American Economic Review, 85(2), 196-200.

[26] De Olivindo, M. T. A. O., Ferreira, R. T., Campos, R. H. D. C. MUDANÇAS NA CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA E CREDIBILIDADE DO BANCO CENTRAL.

[27] Cukierman, A. (1986). Central bank behavior and credibility: some recent theoretical developments. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 68(5), 5-17.

[28] Portal do Banco Central do Brasil: <https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/1999/06/ri199906b4p.pdf>: :text=Os%0principais%0canais%0de%0transmiss%3%3o,dos%0ativos%0C%0cr%3%9dito%0e%0expectativas1.

[29] LEI COMPLEMENTAR Nº 179, DE 24 DE FEVEREIRO DE 2021:
https://www.planalto.gov.br/ccivil_3/leis/lcp/lcp179.htm

[30] Figura 1: Materiais das aulas da Professora Maria Claudia Gutierrez, do Departamento de Economia da PUC-Rio.

[31] Figuras 2 e 3: Blinder, Alan S. "Central-bank credibility: Why do we care? how do we build it?." American economic review 90.5 (2000): 1421-1431.