

# AULA 4 – CONFIGURAÇÃO INSTITUCIONAL DOS BANCOS CENTRAIS E O DESENHO DA POLÍTICA MONETÁRIA

Abril 2023

Profa. Maria Antonieta Del Tedesco Lins  
IRI-USP

# Temas de hoje

2

- Introdução: em que consiste o debate
- Metas de inflação e o BC
- Independência dos BCs, alguns pontos gerais

# Discussão dos textos

3

- Bayoumi, T. et al. (2014) Monetary Policy in the New Normal. IMF Staff Discussion Note. April
- Cukierman, Alex (2008) Central bank independence and monetary policymaking institutions — Past, present and future. *European Journal of Political Economy* 2008 vol: 24 (4) pp: 722-736 (\*)
- Fernández-Albertos, José (2015) The Politics of Central Bank Independence. *Annual Review of Political Science*, 18, 217-37. (\*)
- Lohmann, Susanne (2003) Why Do Institutions Matter? An Audience-Cost Theory of Institutional Commitment. *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, Vol. 16, No. 1, January 2003, p. 95–110

# Introdução

4

- Debate acerca das funções e prioridades dos bancos centrais (BCs) não é novo
  - Como estas funções são exercidas? i.e., quais são as políticas e diretrizes operacionais adotadas?
  - Desde o século XIX, a função de *lender of last resort* aparece como elemento central
  - Estrutura institucional dos BCs e efetividade de sua atuação
    - Relações políticas e institucionais com os governos
    - Grau de independência e credibilidade
  - O que houve de ‘novo’ após a crise iniciada em 2008?

# Introdução

5

- Até meados do século XX, BCs tinham tarefa de estabilidade de preços entre outras tarefas e a preocupação com a IBC era mínima.
- Relações muito próximas com ministérios de finanças e mesmo divisão de tarefas
- Interessante notar que este modus operandi convivia com a adoção de regimes de câmbio fixo em muitas partes do mundo (Bretton Woods ‘desmorona’ nos anos 1970). Atrelar a moeda a uma moeda forte significa ‘pegar emprestada’ credibilidade do BC emissor da moeda forte.
- O que significa delegar autoridade a uma instituição não eleita responsável pelas políticas monetária e cambial? Quem controla?

# Objetivos dos bancos centrais segundo Goodhart (2010: 1)

6

São, em geral, três objetivos (ou funções) principais

1. Manter a estabilidade de preços, de acordo com o regime de política monetária vigente no momento (padrão ouro, câmbio administrado, regimes de metas de inflação, por ex.)
2. Manter a estabilidade financeira e impulsionar o desenvolvimento financeiro
3. Apoiar (atender) necessidades de financiamento do Estado em tempos de crise, mas reprimir mau uso de recursos pelo Estado em tempos normais.

# Metas de inflação

7

- A adoção de regimes de metas de inflação (RMI) passou a ser uma prática bastante difundida entre diferentes tipos de países a partir dos anos 1990.
- Modelo se disseminou pelo mundo e adquiriu status – entre numerosos analistas e governantes – de ‘regime monetário ideal’.
- Entre as vantagens que lhe são atribuídas, está a de que sua adoção proporcionaria maior transparência na definição e busca dos objetivos da política monetária.
- Isso deveria conferir maior credibilidade à própria política, ajudando na obtenção das metas e na formação de expectativas.

# MI e o banco central

- A tese da independência do Banco Central (IBC) ganhou importância desde as crises inflacionárias que atingiram os países industrializados nos anos 1970 e foi reforçada desde os primórdios da constituição do sistema monetário europeu (Tratado de Maastricht em 1992).
- Existem, na literatura, várias propostas diferentes de metodologias para testar/medir a IBC



# Independência dos BCs

- A independência dos BCs poderia ser avaliada, segundo Goodhart e Cukierman, por três fatores principais:
  - ▣ Grau de rotatividade dos dirigentes
  - ▣ Estatutos do BC que estabelecem seus objetivos e limites sobre a interferência do executivo sobre a política monetária
  - ▣ Questionário sobre objetivos do BC e suas relações com o governo

# Exemplo de critérios de composição de um índice de IBC

10

## Cukierman Index e IBCs

### Central Bank Governor

Term of office

Who appoints

Dismissal

Other responsibilities

### Central Bank primary objective

Price stability

### Policy Formulation

Who formulates monetary policy

Conflict resolution

Central Bank role governm. Budget

### Central Bank lending

Limits in advances to governm.

Limits in loans to government

Who decides terms of lending

Beneficiaries

Type of limits

Maturity of loans

Restrictions on interest rates

Prohibition lending to government

Cukierman weighted

Political Independence

Economic Independence

## Mod.Cukierman Index e IBCs

### Government of the Central Bank

Term of office Governor

Who appoints the Governor

Appointment and term of Board

Dismissal of Governor and Board

Responsibilities of governor

### Central Bank primary objective

Price stability

### Policy formulation

Who formulates monetary policy

Conflict resolution

Central Bank and public debt

### Central Bank lending

Advances to government

Loans to government

Beneficiaries of financing

Who decides terms of lending

Interest rates

LOLR

Financial autonomy Central Bank

### Accountability

Accountability norms

Transparency

### Total Modified Cukierman

Political Independence

Economic Independence

Accountability

# De fato, IBC

11

- Significa que as autoridades monetárias têm plena liberdade de ação para garantir a estabilidade dos preços (ou o objetivo central a que se propõem).
  - IBC repousa no trinômio credibilidade-reputação-delegação
    - Credibilidade nas regras da política monetária pela ausência de políticas discricionárias comprometidas com objetivos políticos.
    - Reputação da autoridade monetária deve ser construída entre os agentes privados e representa a confiança que o público tem nos dirigentes do BC.
    - Delegação relaciona as opções da política monetária à aversão à inflação do agente que for executá-la.
- ↳ um presidente de BC mais avesso à inflação e tendo como prioridade a estabilidade de preços em detrimento das preferências sociais levaria a uma independência de objetivos e instrumentos do BC.

**List of countries with inflation targeting**

Country	Lower limit of target, %	Upper limit of target, %	Inflation in annual terms.% (for August 2021)	Current rate, %	Compliance of inflation with the target	Real rate,%	Last rate change
<a href="#">Albania</a>	3	3	2,4	0,5	-0,6	-1,9	-0,5% (March 2020)
<a href="#">Armenia</a>	4	4	8,8	7,25	4,8	-1,55	+0,25% (September 2021)
<a href="#">Australia**</a>	2	3	3,8	0,1	0,8	-3,7	-0,15% (November 2020)
<a href="#">Azerbaijan</a>	2	6	4,8	6,5	Meets target	1,7	+0,25% (September 2021)
<a href="#">Bangladesh</a>	5,4	5,4	5,54	4,75	0,14	-0,79	-0,5% (July 2020)
<a href="#">Belarus</a>	5	5	9,8	9,25	4,8	-0,55	+0,75% (July 2021)
<a href="#">Brazil</a>	2,25	5,25	9,68	6,25	4,43	-3,43	+1% (September 2021)
<a href="#">Canada</a>	1	3	4,1	0,25	1,1	-3,85	-0,5% (March 2020)
<a href="#">Chile</a>	2	4	4,8	1,5	0,8	-3,3	+0,75% (August 2021)
<a href="#">Colombia</a>	2	4	4,44	2	0,44	-2,44	+0,25% (September 2021)
<a href="#">Costa Rica</a>	2	4	1,72	0,75	-0,28	-0,97	-0,5% (June 2020)
<a href="#">Czech Republic</a>	1	3	4,1	1,5	1,1	-2,6	+0,75% (September 2021)
<a href="#">Dominican Republic</a>	3	5	7,9	3	2,9	-4,9	-0,5% (August 2020)
Euro area****		<2	3	0	3	-3	-0,05% (March 2016)
<a href="#">Georgia</a>	3	3	12,8	10	9,8	-2,8	+0,5% (August 2021)
<a href="#">Ghana</a>	6	10	9,7	13,5	Meets target	3,8	-1% (May 2021)
<a href="#">Guatemala</a>	3	5	3,62	1,75	Meets target	-1,87	-0,25% (June 2020)
<a href="#">Honduras</a>	3	5	4,48	3	Meets target	-1,48	-0,75% (November 2020)
<a href="#">Hungary</a>	2	4	4,9	1,65	0,9	-3,25	+0,15% (September 2021)
<a href="#">Iceland</a>	2,5	2,5	4,3	1,25	1,8	-3,05	+0,25% (August 2021)
<a href="#">India</a>	2	6	5,3	4	Meets target	-1,3	-0,4% (May 2020)
<a href="#">Indonesia</a>	2	4	1,59	3,5	-0,41	1,91	-0,25% (February 2021)
<a href="#">Israel</a>	1	3	2,2	0,1	Meets target	-2,1	-0,15% (April 2020)
<a href="#">Jamaica</a>	4	6	6,1	1,5	0,1	-4,6	+1% (September 2021)
<a href="#">Japan</a>	2	2	-0,4	-0,1	-2,4	0,3	-0,1% (January 2016)
<a href="#">Kazakhstan</a>	4	6	8,7	9,5	2,7	0,8	+0,25% (September 2021)
<a href="#">Kyrgyzstan</a>	5	7	14	7,5	7	-6,5	+1% (July 2021)
<a href="#">Malawi</a>	3	7	8,4	12	1,4	3,6	-1,5% (November 2020)
<a href="#">Mexico</a>	2	4	5,59	4,75	1,59	-0,84	+0,25% (September 2021)
<a href="#">Moldova</a>	3,5	6,5	4,6	4,65	Meets target	0,05	+1% (September 2021)
<a href="#">Mongolia</a>	4	8	8,9	6	0,9	-2,9	-2% (November 2020)
<a href="#">New Zealand**</a>	1	3	3,3	0,25	0,3	-3,05	-0,75% (March 2020)
<a href="#">Norway</a>	2	2	3,4	0,25	1,4	-3,15	+0,25% (September 2021)
<a href="#">Paraguay</a>	2	6	5,6	1,5	Meets target	-4,1	+0,5% (September 2021)
<a href="#">Peru</a>	1	3	4,95	1	1,95	-3,95	+0,5% (September 2021)

**List of countries with inflation targeting (continued)**

Country	Lower limit of target, %	Upper limit of target, %	Inflation in annual terms, % (for August 2021)	Current rate, %	Compliance of inflation with the target	Real rate, %	Last rate change
<a href="#">Philippines</a>	2	4	4,9	2	0,9	-2,9	-0,25% (November 2020)
<a href="#">Poland</a>	1,5	3,5	5,5	0,1	2	-5,4	-0,4% (May 2020)
<a href="#">Republic of Korea</a>	2	2	2,6	0,75	0,6	-1,85	+0,25% (August 2021)
<a href="#">Romania</a>	1,5	3,5	5,25	1,25	1,75	-4	-0,25% (January 2021)
<a href="#">Russia</a>	4	4	6,68	6,75	2,68	0,07	+0,25% (September 2021)
<a href="#">Serbia</a>	1,5	4,5	4,3	1	Meets target	-3,3	-0,25% (December 2020)
<a href="#">South Africa</a>	3	6	4,9	3,5	Meets target	-1,4	-0,25% (July 2020)
<a href="#">Sri Lanka</a>	4	6	6	5	Meets target	-1	+0,5% (August 2021)
<a href="#">Sweden</a>	2	2	2,1	0	0,1	-2,1	+0,25% (December 2019)
<a href="#">Switzerland</a>		<2	0,9	-0,75	Meets target	-1,65	-0,5% (January 2015)
<a href="#">Tajikistan</a>	4	8	9,4	13	1,4	3,6	+1% (July 2021)
<a href="#">Tanzania</a>	5	5	3,8	5	-1,2	1,2	-2% (June 2020)
<a href="#">Thailand</a>	1	3	-0,02	0,5	-1,02	0,52	-0,25% (May 2020)
<a href="#">Turkey</a>	3	7	19,25	18	12,25	-1,25	-1% (September 2021)
<a href="#">Uganda***</a>	5	5	2,2	6,5	-2,8	4,3	-0,5% (June 2021)
<a href="#">Ukraine</a>	4	6	10,2	8,5	4,2	-1,7	+0,5% (September 2021)
<a href="#">United Kingdom</a>	2	2	3,2	0,1	1,2	-3,1	-0,15% (March 2020)
<a href="#">Uruguay</a>	3	7	7,59	5	0,59	-2,59	+0,5% (August 2021)
<a href="#">USA*</a>	2	2	4,3	0,25	2,3	-4,05	-1,5% (March 2020)
<a href="#">Uzbekistan</a>	10	10	11,1	14	1,1	2,9	-1% (September 2020)
<a href="#">Zambia</a>	6	8	24,4	8,5	16,4	-15,9	+0,5% (February 2021)

\* In the USA the Federal Reserve targets PCE inflation and unemployment

\*\* For Australia and New Zealand inflation data are for June 2021

\*\*\* Uganda targets core inflation

\*\*\*\* Euro area targets the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)

# No Brasil

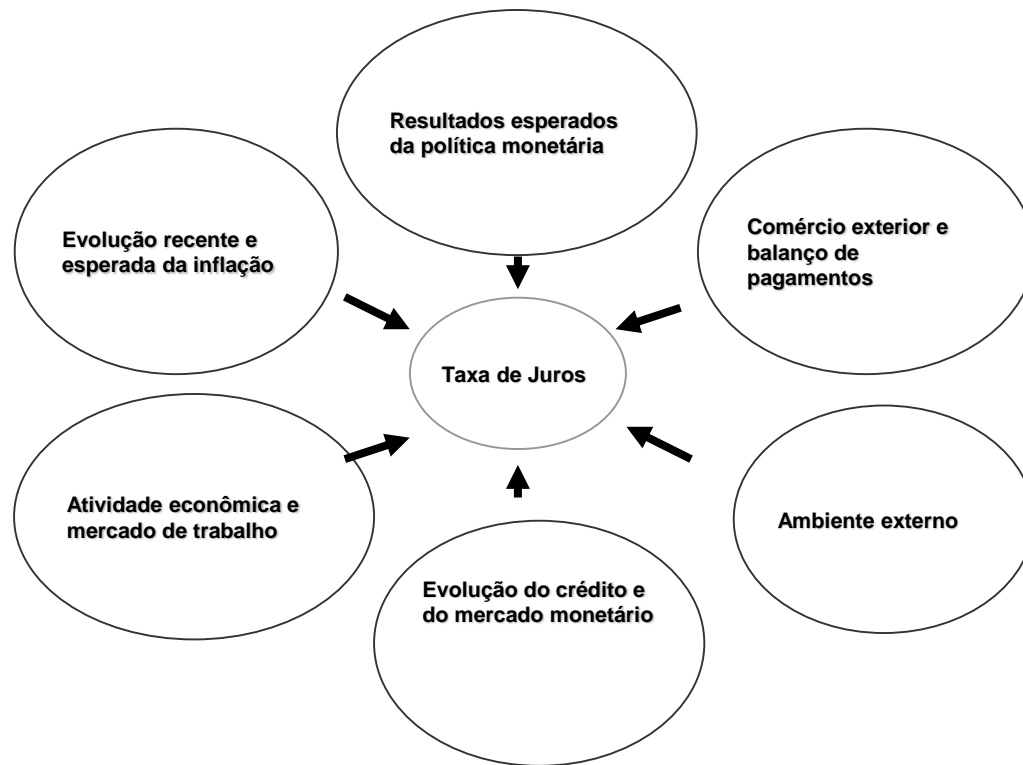
14

- Passou a vigorar em 25/02/2021 a Lei Complementar 179 que determina a autonomia do BC no Brasil
  - ▣ “Art. 1º O Banco Central do Brasil tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços.
  - ▣ Parágrafo único. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental, o Banco Central do Brasil também tem por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego.
  - ▣ Art. 2º As metas de política monetária serão estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, competindo privativamente ao Banco Central do Brasil conduzir a política monetária necessária para cumprimento das metas estabelecidas.”
  - ▣ Diretoria colegiada indicada pelo presidente da república (PR) sujeita à aprovação pelo Senado
  - ▣ São membros da diretoria: Presidente (mandato começa no 4º ano do mandato do PR ); 8 diretores com mandatos intercalados, começando dois a cada ano do mandato do PR

# Brasil

## Fatores condicionantes da decisão do Copom

15



Fernández-Albertos, José (2015) The Politics of Central Bank Independence. *Annual Review of Political Science*, 18, 217-37



# *Deutsche Bundesbank*

17

- Experiência do banco central alemão no século XX
  - ▣ Sólida estrutura institucional
  - ▣ Credibilidade
  - ▣ Aplicação ao processo europeu
- Porém, há outros fatores
  - ▣ Estabilidade devida ao conjunto da política macro
  - ▣ Conflitos políticos aconteceram, de fato

# Economia política da IBC

18

- Alguns pontos interessantes na literatura
  - ▣ IBC seria uma forma de permitir a convivência de diferentes atores no governo, com preferências distintas de política e poder de veto
    - Sistemas federativos e gastos públicos/ sistemas de multipartidarismo e pressões sobre a política fiscal
- Horizonte de tempo: um IBC poderia conciliar interesses distintos também com perspectivas de implementação diferentes
- Discussão mais corrente dos efeitos anti-inflacionários de uma autoridade monetária independente
- Trilema e credibilidade da política monetária

# Monetary policy time-inconsistency

(conceito original de Kidland e Prescott 1977)

19

- *Policymakers* anunciam as políticas antecipadamente para influir sobre o comportamento dos agentes privados.
- Uma vez tomadas as decisões por estes agentes, os *policymakers* ‘mudam’ a política.
- Cria-se um descrédito.
- Por isso a necessidade de um ‘compromisso’ com as políticas que seja crível.
- Senão, a falta de credibilidade pode dar origem a comportamentos que geram inflação.
- O anúncio de medidas só terá o efeito esperado se for crível e esta credibilidade deve ser ancorada em uma regra de política conhecida.
- Outra forma de ver
  - Situações nas quais, com o passar do tempo, as políticas consideradas ótimas ‘ontem’ não são mais vistas como ótimas hoje e não são mais implementadas.

# Economia Política Internacional e IBC

20

- Trilema mostra perspectiva de custos e benefícios da IBC
  - ▣ Regime de câmbio fixo/administrado ou IBC são vistos como substitutos
  - ▣ Câmbio fixo é uma forma de tomar credibilidade emprestada de um país com moeda forte
- A credibilidade da autoridade monetária depende de seu grau de abertura e transparência
- Em uma sociedade democrática e aberta, delegar a política a um BC transparente e independente é um caminho para construir credibilidade

Bayoumi, T. et al. (2014) Monetary Policy in the New Normal. IMF Staff Discussion Note. April

# Política monetária no pós-crise:

## Formulação do debate

22

- Paradigma de política monetária foi posto em questão pela crise financeira global (CFG)
- Antes de se configurar a crise, um longo período de inflação baixa e hiatos de produto estáveis.
- Depois do estouro da bolha, nem uma política monetária extremamente expansionista, que levou as taxas de juros perto de zero, foi capaz de segurar uma grande recessão
- Aí se coloca a pergunta: Qual deveria ser o formato da política monetária depois do pico de turbulência da crise? Como se poderia chegar a um “novo normal”?

# Objetivos de política monetária

23

- Estabilidade de preços no longo prazo deve ser o objetivo primário da política monetária (Documento do FMI)
- A questão é que outros objetivos se deve determinar para a política monetária e os BCs
  - **Estabilidade financeira**
  - Nos países emergentes, desequilíbrios financeiros prévios à crise foram considerados nas decisões de política monetária; nos industrializados, a crença era de que isto era tarefa de reguladores e a política monetária não deveria reagir a movimentos de preços de ativos (exceto nos casos em que tivessem impacto sobre a inflação) (*benign neglect*)
  - Esta visão de que a autoridade monetária deixaria o mercado funcionar e viria depois 'resolver as coisas', quando a bolha estourasse seria um incentivo aos agentes para tomarem mais riscos (*moral hazard*)
  - Introduzir este objetivo no âmbito de MI flexíveis, ou tomar como uma meta adicional interconectada com a estabilidade de preços

# Objetivos de política monetária

24

- **Estabilidade do produto:** discussão de evidências mostrando uma relação mais fraca entre inflação e desemprego (curva de Phillips mais achatada)
- Estabilidade externa: Não está claro o papel que podem desempenhar atuações do BC nos mercados de câmbio e controles de capital diretamente sobre a política monetária
- **Cooperação em política monetária internacional:** Em que medida mudanças na política monetária de um país têm impacto sobre os demais? Claro, isso muda se o país é emissor de uma moeda reserva ou é uma pequena economia aberta. Existem evidentes efeitos sobre os fluxos de capital originados por mudanças em políticas de controle de capitais ou a política monetária norte-americana (QE, por ex.)
  - ↳ A questão é quando e como a cooperação pode trazer mais ganhos que as ações unilaterais.



# Instrumentos de política monetária

Em que medida há espaço para os não convencionais?

25

- O problema das taxas de juros perto de zero: política monetária convencional ou não?
- Instrumentos não-convencionais
  - Taxa de juros de longo prazo como meta
  - Atuação determinante do BC para formar a curva de juros?
  - Ampliar os ativos usados como garantia (colaterais)
  - Ampliação do crédito por intervenção direta (compra de ativos?)

# Desenho institucional

26

## □ Fundamentos da IBC revisitados

*“Relinquishing a significant amount of sovereign power to an agency run by unelected officials takes substantial confidence (Stiglitz, 1998). The public and government officials need to have faith in the central bank’s ability to carry out its mandate, and in the resulting welfare gains” p. 22*

- O que pensamos disto?

## □ Um BC com mandato mais amplo (ou amplo demais), para além da estabilidade de preços, pode dar origem a resistências políticas

- Neste caso, quão independente se aceita que seja?

- Difícil de medir outras metas como estabilidade financeira

- Questão da comunicação

# Desenho institucional

27

- Medidas macroprudenciais
  - ▣ São medidas que alteram a regulação de instituições financeiras, com o objetivo de protegê-las dos efeitos de mudanças no ciclo econômico. São medidas que afetam o funcionamento das IF (pelo canal de crédito, por ex.) e por isso têm efeito sobre as taxas de juros e a inflação, mas não são política monetária. Se ocupam do sistema financeira
- Medidas microprudenciais
  - ▣ Estão voltadas a garantir a solvência individual dos bancos, reduzindo as perdas de seus depositantes, monitorando e analisando cada IF isoladamente

# Desenho institucional

28

- A CFG mostrou que a supervisão financeira necessita incorporar uma dimensão “macro”, ou “sistêmica”
- A questão a definir é a articulação da política macroprudencial, com a política monetária e desta também com os instrumentos microprudenciais
- Integração e coordenação entre estas políticas
- Uma única instituição a cargo ou várias instituições coordenadas?
- Mais uma vez, o problema da definição do mandato do BC

# Conclusões, para discutir, p. 27

In many ways, the monetary policy framework should stay the same. Long-term price stability remains a primary objective and central bank independence a critical ingredient to achieve it. In other ways, however, the framework may need to change. Other intermediate objectives (such as financial and external stability) may have to play a greater role than in the past to guarantee macroeconomic stability. And, this expanded mandate requires either new tools or the acceptance of new trade-offs. An expanded mandate also complicates accountability and presents challenges for central bank independence. The issue is thus how to protect the independence of monetary policy decisions (narrowly defined), should greater oversight over new central bank responsibilities (notably financial stability) prove desirable or unavoidable.

The use of unconventional policies proved that monetary policy was not powerless at the zero lower bound. Nevertheless, resilience of monetary policy frameworks to the risk of the zero lower bound is desirable. The debate on how to achieve this goal remains unsettled. What is clearer, at least based on present knowledge, is that there are no evident gains, at least for now, in turning unconventional policy tools (with the exception of forward guidance) into conventional ones.