

A regulação executiva da moeda:  
a variedade institucional da  
regulação monetária brasileira na  
Nova República\*

*The presidential dominance  
in monetary regulation: the  
institutional variety of brazilian  
monetary regulation throughout  
the New Republic*

*Mario Gomes Schapiro\*\**

---

\* Artigo recebido em 26 de julho de 2019 e aprovado em 21 de outubro de 2019. DOI: <http://dx.doi.org/10.12660/rda.v279.2020.82008>.

\*\* Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas — Direito GV, São Paulo, SP, Brasil. E-mail: [mario.schapiro@fgv.br](mailto:mario.schapiro@fgv.br).  
Graduado em direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, mestre e doutor em direito econômico também pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Professor em regime integral na Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas — FGV Direito SP. Esse trabalho contou com a indispensável assistência de pesquisa de Pedro Salomon Bezerra Mouallem. Os eventuais erros são exclusivos do autor.

## RESUMO

O objetivo do trabalho é, a partir da literatura sobre “estado regulador”, caracterizar a variedade regulatória brasileira que se constituiu no sistema financeiro, entre 1988 e 2018. O principal argumento deste artigo é que, no sistema financeiro brasileiro, o Poder Executivo (e não o Congresso) foi o *principal* da delegação regulatória. Além disso, o Executivo, por meio do Conselho Monetário Nacional, empregou predominantemente mecanismos administrativos *ex post* para governar a máquina regulatória. Em outras palavras, no lugar de uma delegação *ex ante* por meio da legislação, o Executivo contou com ferramentas discricionárias para moldar as atividades regulatórias. Esse arranjo ocorreu dentro da cadeia de comando e controle do Poder Executivo, com pouca participação do Congresso. O artigo descreve essa variedade regulatória como regulação executiva da moeda.

## PALAVRAS-CHAVE

Regulação — sistema financeiro nacional — variedades do estado regulador — executivo — moeda — delegação e controle

## ABSTRACT

Drawing on the literature on “regulatory state”, this paper aims at characterizing the variety of regulatory state that shaped the Brazilian financial system, between 1988 and 2018. The central claim of this paper is that, at the Brazilian financial system, the Executive branch (and not the Congress) was the principal. Moreover, the Executive, through the National Monetary Council, employed ex-post administrative mechanisms predominantly to govern the regulatory machine. In other words, instead of ex-ante delegation via legislation, the Executive relied on discretionary tools to shape regulatory activities. This arrangement took place within the command and control’s chain of the Executive Power, having little participation of the Congress. The article describes this regulatory variety as the presidential dominance in monetary regulation.

## KEYWORDS

Regulation — national financial system — varieties of regulatory state — executive — currency — delegation and control

## 1. Introdução

Em 1967, o presidente da República, general Costa e Silva, resolveu descumprir a lei que instituíra o Banco Central (Lei nº 4.595/1964) e decidiu demitir seu presidente, a despeito da previsão de um mandato que lhe conferia estabilidade no cargo. Diante do impasse, o ministro do Planejamento, Roberto Campos, interveio, apelando para que o presidente preservasse a estabilidade da autarquia, argumentando que o Bacen era legalmente o guardião da moeda. Não só o apelo não foi atendido, como Costa e Silva retrucou explicitando os termos que caracterizavam a governança da política monetária no país: “o guardião da moeda sou eu”.<sup>1</sup>

Entre 1988 e 2018, na Nova República, com a transição para a democracia e a reconstitucionalização do país, “o direito nos livros” (*law in the books*) da regulação monetária apresentou mudanças relevantes em relação ao período autoritário, tais como: a competência reservada ao Congresso para legislar sobre moeda e crédito, a prerrogativa do Senado de aprovar as indicações para o Bacen e a separação entre a política fiscal e a monetária, com a proibição de o Bacen financiar o Tesouro. No entanto, o “direito em ação” (*law in action*) deste arranjo deu alguma sobrevida à frase de Costa e Silva. Ainda que menos personalizado, sujeito ao controle eleitoral e monitorado pelos agentes de mercado, o poder de regulação monetária foi exercido com amplas faculdades discricionárias, sendo o Executivo o efetivo guardião da moeda.

Nestas três décadas, a delegação de poderes para a autoridade monetária foi estabelecida pela lei de 1964, modificada, porém, pela reforma empreendida em 1974 (Lei nº 6.045), que suprimiu o mandato dos dirigentes do Bacen — seus diretores passaram a ser demitidos por liberalidade do presidente da República, ou seja, *ad nutum*. Demais disso, embora a Constituição exigisse não só lei, como lei complementar para a regulamentação do setor, as diversas reformas institucionais ocorridas entre 1994 e 2003 foram quase sempre conduzidas pelo Executivo, por meio de Medida Provisória (MP). Este foi o caso da instituição do programa de reestruturação bancária, o Proer,<sup>2</sup> da criação de um fundo de proteção dos correntistas, o Fundo Garantidor

---

<sup>1</sup> CAMPOS, Roberto. *A lanterna na popa*. Rio de Janeiro: Topbooks, 1994. p. 669.

<sup>2</sup> Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional. Foi criado pela Medida Provisória nº 1.179, de 3 de novembro de 1995 e pela Resolução do CMN nº 2.208, da mesma data.

de Crédito (FGC),<sup>3</sup> e da alteração da composição do Conselho Monetário Nacional (CMN), o que mudou o caráter corporativo de sua representação.

O regime de metas de inflação, que levou 10 anos para ser instituído pelo Federal Reserve (FED), nos Estados Unidos, em virtude de longas negociações com o Congresso, foi estabelecido no Brasil por Decreto (nº 3.088/1999). Da mesma forma, a criação do Comitê de Política Monetária (Copom), a quem cabe definir a taxa de juros, valeu-se de uma Circular do Banco Central. Os bancos públicos federais, por sua vez, foram responsáveis por parte expressiva da alocação de crédito, o que atribuiu ao Executivo uma ampla margem de manobra para perseguir objetivos de política pública.

O argumento do trabalho é o de que no sistema financeiro nacional prevaleceu uma organização regulatória concentrada no Executivo e exercida por meio de mecanismos discricionários. De um lado, competiu ao Executivo a delegação das atividades regulatórias para a burocracia monetária, isto é, o Executivo foi o “principal”, nos termos da literatura “agente-principal”. De outro, nesta delegação, o Executivo valeu-se principalmente de mecanismos administrativos *ex post*, tipicamente discricionários, para governar a máquina regulatória. Tratou-se, portanto, de um arranjo regulatório confeccionado na cadeia de comando e controle do Executivo, que contou com baixa participação do Congresso e parca disciplina legal. O artigo denomina este tipo de variedade regulatória como “regulação executiva da moeda”. Embora o sistema regulatório brasileiro apresente como característica comum o predomínio do Executivo como “principal” político, essa propriedade é mais acentuada no segmento financeiro. Comparativamente com telecomunicações, por exemplo, o setor financeiro contou com uma maior dominância do Executivo e com uma menor intensidade de controles *ex ante*, isto é, delegações estabelecidas em lei.

Este tipo regulatório foi constituído no bojo da governança constitucional e da governança administrativa prevalecentes no período e no setor em questão. Para os fins deste trabalho, a governança constitucional corresponde ao macrodesenho das instituições políticas e descreve o papel atribuído e desempenhado pelo Executivo e pelo Congresso na formulação, na delegação e no controle da regulação econômica. A governança administrativa, por sua vez, diz respeito ao microdesenho institucional e traduz os instrumentos utilizados por estas instituições políticas para delegar e controlar a

---

<sup>3</sup> Foi regulamentado pela Resolução do CMN nº 2.211, de 16 de novembro de 1995.

execução das diferentes atividades regulatórias. Assim, se a governança constitucional brasileira atribuiu protagonismo ao Executivo *vis-à-vis* o Congresso, a governança administrativa prevalecente no sistema financeiro nacional reforçou esta característica e favoreceu a utilização de dispositivos discricionários de delegação e controle.

Os dados e as conclusões deste trabalho contribuem para a literatura de regulação econômica, notadamente, para os trabalhos interessados nas diferentes variedades regulatórias constituídas pelos países em desenvolvimento. Além disso, contribuem diretamente para a longa agenda de pesquisa existente sobre o Banco Central, em especial, para o segmento de trabalhos interessados nas alternativas de desenho institucional da autoridade reguladora do sistema financeiro.

O artigo está organizado em outras três seções. A próxima apresenta o método e o desenho da pesquisa. A terceira seção traz a revisão da literatura sobre as bases institucionais da regulação e introduz as noções de governança constitucional e governança administrativa. A quarta seção descreve as bases da regulação financeira brasileira na Nova República. A quinta parte traz as conclusões.

## 2. Desenho e método

Esta pesquisa apresenta um caráter qualitativo e um propósito conceitual, nos termos de Maggetti e colaboradores.<sup>4</sup> Os autores distinguem dois tipos de pesquisa em ciências sociais: (i) as pesquisas voltadas a classificar os fenômenos sociais, constituindo assim categorias analíticas, e (ii) as investigações direcionadas a explicar as causas destes fenômenos. As pesquisas de tipo conceitual são vocacionadas para descrever, comparar e classificar tipos de ocorrência, ao passo que as pesquisas causais pretendem identificar a razão de ocorrências dos fenômenos — a sua causalidade. No caso em questão, a pesquisa é conceitual porque pretende classificar analiticamente a variedade regulatória do sistema financeiro nacional, no período estabelecido. Não é seu objeto, no entanto, explicar quais e como fatores políticos e econômicos levaram a este arranjo institucional.

---

<sup>4</sup> MAGGETTI, Martino; GILARDI, Fabrizio; RADAELLI, Claudio. *Designing research in the social sciences*. Londres: Sage, 2013. p. 21-41.

A caracterização da variedade regulatória procura responder às seguintes perguntas: (i) quem delegou de forma prevalecte os poderes para a burocracia monetária, o Executivo ou o Congresso?; (ii) com quais instrumentos administrativos os poderes foram delegados e controlados? Os dados obtidos com essas respostas são comparados com os de outros dois arranjos regulatórios: (i) o arranjo de um mesmo setor, porém de outro país (FED, nos Estados Unidos), e (ii) o arranjo de outro setor, no Brasil (telecomunicações).

A comparação com o FED e com a Anatel desempenha um papel de grupo de controle. Ela permite contrastar desenhos de dois setores iguais situados em desenhos constitucionais diferentes e dois setores diferentes situados em um mesmo desenho constitucional. As respostas às questões anteriormente estabelecidas e a comparação com os setores selecionados permitem conclusões sobre a variedade regulatória estabelecida no sistema financeiro nacional, seja no que tange à relação com o Executivo, seja quanto à forma de delegação e de controle dos poderes regulatórios.

### 3. Desenhos da regulação: visão geral e revisão da literatura

A regulação econômica pode ser entendida como uma tecnologia de intervenção econômica, difundida globalmente, a partir dos anos 1980 e 1990, e que é resultante da combinação de três eventos: (i) a redivisão de papéis entre o Estado e o mercado, decorrente das privatizações; (ii) o emprego de regras e sanções ajustadas à racionalidade dos mercados; e (iii) o redesenho institucional da administração pública com o estabelecimento de agências reguladoras independentes.<sup>5</sup>

Dados coletados por Levi-Faur e Jordana, em dois diferentes trabalhos,<sup>6</sup> revelam um crescimento exponencial no número de agências reguladoras nos mais variados países, incluindo Cuba, e em diversos setores da economia, mesmo naqueles associados a políticas sociais. Da mesma forma, Cukierman<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> LEVI-FAUR, David. The global diffusion of regulatory capitalism. *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, v. 598, p. 12-32, 2005.

<sup>6</sup> Ibid.; e LEVI-FAUR, David; JORDANA, Jacint. Toward a Latin American regulatory state? The diffusion of autonomous regulatory agencies. *International Journal of Public Administration*, v. 29, 2006.

<sup>7</sup> CUKIERMAN, Alex. Central bank independence and monetary policymaking institutions — past, present and future. *European Journal of Political Economy*, Elsevier, v. 24, n. 4, p. 722-736, dez. 2008.

indica um aumento expressivo do número de Bancos Centrais Independentes, desde a década de 1980, em todo o mundo, revelando assim um fenômeno que passou a ser descrito como um caso de isomorfismo institucional, ou seja, a replicação simultânea de uma mesma forma administrativa em diversos países e setores.<sup>8</sup>

A globalização da regulação não significa, no entanto, que os formatos institucionais constituídos nos âmbitos nacionais passaram a ser os mesmos. Assim como há evidências de uma convergência regulatória, há também indicações da prevalência de variações nos desenhos regulatórios locais. Nos últimos anos, os trabalhos sobre regulação econômica têm apontado a existência de uma variedade de tipos de estado regulador,<sup>9</sup> notadamente, em países da periferia econômica, onde é prevalecente a liderança política do Executivo, e são persistentes os atributos discricionários, que constituem a ampla participação do Estado nessas economias.<sup>10</sup> De forma similar, as pesquisas de Walter, Jayasuriya, Dubash e Morgan, e Levi-Faur apontam para a possibilidade de diferentes acomodações locais nos desenhos institucionais e regulatórios, particularmente nos países do sul global.<sup>11</sup> Tais trabalhos representam no campo da regulação uma abordagem comparável àquela introduzida no campo da economia política por Hall e Soskice e que sustenta a existência de variedades de capitalismo.<sup>12</sup>

Este trabalho contribui para esta literatura e procura analisar a variedade regulatória estabelecida no sistema financeiro nacional, no período compreendido entre 1988 e 2018. Para isso, examina dois aspectos constitutivos

---

<sup>8</sup> MCNAMARA, Kathleen. Rational fictions: Central Bank Independence and the social logic of delegation. In: THATCHER, Mark; SWEET, Alec Stone. *The politics of delegation*. Londres: Frank Cass, 2003. Para o debate brasileiro sobre regulação econômica, ver a contribuição de Sergio Guerra: GUERRA, Sérgio. *Discricionariedade, regulação e reflexividade*. 5. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2019.

<sup>9</sup> YEUNG, Karen. The regulatory state. In: BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. *The Oxford handbook of regulation*. Oxford University Press, 2010.

<sup>10</sup> SCHAPIRO, Mario G. Legalidade ou discricionariedade na governança de bancos públicos: uma análise aplicada ao caso do BNDES. *Revista de Administração Pública*, v. 51, 2017.

<sup>11</sup> WALTER, Andrew. *From developmental to regulatory state: Japan's new financial regulatory system*. *Pacific Review*, v. 19, n. 4, p. 405-428, 2006; WALTER, Andrew. *Governing finance: East Asia's adoption of international standards*. Cornell University Press, 2008; JAYASURIYA, Kanishka. Regulatory state with dirigiste characteristics: variegated pathways of regulatory governance. In: DUBASH, Navroz; MORGAN, Bronwen. *The rise of the regulatory state of the south — infrastructure and development in emerging economies*. Oxford, 2013; e LEVI-FAUR, David. The odyssey of the regulatory state: from a “thin” monomorphic concept to a “thick” and polymorphic concept. *Law & Policy*, v. 35, n. 1-2, p. 29-50, 2013.

<sup>12</sup> HALL, Peter A.; SOSKICE, David. Introduction. In: \_\_\_\_\_. *Varieties of capitalism: the institutional foundations of comparative advantage*. Oxford, 2003.

da organização regulatória: (i) a governança constitucional e (ii) a governança administrativa. Compete à governança constitucional alocar os poderes de agenda e de formulação legislativa, constituindo assim o “principal” político, isto é, a autoridade competente para delegar os poderes regulatórios. À dimensão administrativa dos setores regulados, compete, por sua vez, estipular o modo como os poderes são delegados e controlados. As seções a seguir partem desta distinção analítica e revisam a literatura sobre ambas as interfaces: (i) a governança constitucional e a regulação e (ii) a governança administrativa e a regulação.

### *3.1 Governança constitucional: desenhos constitucionais, sistemas de governo e regulação*

Na dimensão constitucional, as alternativas de delegação e de controle da burocracia regulatória situam-se entre os arranjos baseados no Legislativo e as configurações assentadas no Executivo/Gabinete. Uma primeira geração de trabalhos, como os de Moe e Caldwell, sustenta que os arranjos legislativos estão associados aos sistemas presidencialistas, assentados na separação dos poderes, ao passo que as configurações fundadas no Executivo/Gabinete espelham os sistemas parlamentaristas.<sup>13</sup>

A razão para isso reside na organização institucional da política parlamentar de ambos os sistemas de governo. No presidencialismo, tipicamente norte-americano, o regime de separação de poderes atribui ao Congresso o poder de legislar de modo independente, constituindo assim um poder de agenda que é manejado pelos deputados e senadores como um ativo eleitoral. Além disso, nesse modo de representação, os interesses locais, partidários e setoriais adquirem visibilidade e viabilidade política. O resultado de ambas as condições é o incentivo para que os legisladores disciplinem em lei tanto o conteúdo das políticas públicas como o desenho dos órgãos responsáveis por sua implementação. Com isso, os congressistas estipulam desenhos burocráticos que são preservados (em alguma medida) da ação do Executivo, tornando-se assim mais responsivos aos seus interesses e aos de seus constituintes.<sup>14</sup>

---

<sup>13</sup> MOE, Terry M.; CALDWELL, Michael. The institutional foundations of democratic government: a comparison of presidential and parliamentary systems. *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE) / Zeitschrift Für Die Gesamte Staatswissenschaft*, v. 150, n. 1, 1994.

<sup>14</sup> Ibid.

As mesmas razões — mas com o sinal trocado — explicam o porquê da prevalência do Gabinete em sistemas parlamentaristas. No sistema parlamentar inglês, o poder de agenda não é do Parlamento, mas do Gabinete, a quem cabe a iniciativa da proposição legislativa e, sobretudo, a condução administrativa da burocracia. No, assim chamado, modelo de Westminster, o Gabinete é constituído pelo partido vencedor das eleições<sup>15</sup> e a política do governo é a política do partido eleito.<sup>16</sup> Nesse sistema, a criação de restrições legislativas para o funcionamento da administração, introduzidas legalmente para atender facções políticas, seria inócua, na medida em que a burocracia seria reconfigurada assim que se formasse uma nova maioria e um novo Gabinete.<sup>17</sup> No lugar de uma disciplina legislativa da burocracia e das políticas públicas, os Gabinetes parlamentares contam com poderes de controle político sobre a administração, tais como: a liberdade de nomeação dos postos diretivos da burocracia; a possibilidade de formulação e alteração do orçamento público; a faculdade de reorganização dos departamentos e órgãos administrativos; e a capacidade de monitorar o trabalho dos burocratas, por meio de auditorias e inspeções.<sup>18</sup>

No entanto, assinalam Huber e Shipan,<sup>19</sup> as explicações sobre o desenho da delegação dos poderes regulatórios baseadas nos sistemas de governo, tal como pretendidas por Moe e Caldwell,<sup>20</sup> apresentam limitações decorrentes de sua vinculação a modelos específicos, notadamente, o presidencialismo norte-americano e o parlamentarismo inglês. Assim como nem todos os governos parlamentaristas são unipartidários e majoritários, como o inglês, a maior parte dos regimes presidencialistas funciona em bases diferentes daquela registrada nos Estados Unidos.<sup>21</sup> Assim, a atuação do Parlamento como principal político pode ocorrer também em sistemas parlamentaristas, bem como a delegação e o controle dos poderes por meio do Executivo podem ser verificados em sistemas presidencialistas.

---

<sup>15</sup> LIJPHART, Arend. *Modelos de democracia: desempenho e padrões de governo em 36 países*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2011. p. 27-47.

<sup>16</sup> HUBER, John; SHIPAN, Charles. *Deliberate discretion: the institutional foundations of bureaucratic autonomy*. Nova York: Cambridge, 2002. p. 27-28.

<sup>17</sup> Terry M. Moe e Michael Caldwell, *The institutional foundations of democratic government*, op. cit.

<sup>18</sup> Ibid.; e John Huber e Charles Shipan, *Deliberate discretion*, op. cit., p. 28-29.

<sup>19</sup> John Huber e Charles Shipan, *Deliberate discretion*, op. cit.

<sup>20</sup> Terry M. Moe e Michael Caldwell, *The institutional foundations of democratic government*, op. cit.

<sup>21</sup> LIMONGI, Fernando. A democracia no Brasil: presidencialismo, coalizão partidária e processo decisório. *Novos estudos Cebrap*, n. 76, p. 17-41, 2006.

Partindo dessa controvérsia, Thatcher<sup>22</sup> analisou as condições empíricas da delegação regulatória em quatro países parlamentaristas europeus: Alemanha, França, Inglaterra e Itália. A pergunta da pesquisa é se, mesmo contra as indicações da literatura, as agências reguladoras europeias haviam se constituído como uma terceira força política no Estado, ou seja, como forças delegadas dos Parlamentos e, portanto, independentes do comando político dos Gabinetes. Para isso, o autor examinou quatro indicadores: (i) as nomeações dos reguladores, para verificar se se tratava de indicações políticas ou de funcionários de carreira; (ii) o tempo efetivo de seus mandatos, para medir sua estabilidade à frente dos órgãos; (iii) a alocação orçamentária, para avaliar se decisões regulatórias resultaram em punições às agências por meio do corte de recursos; e (iv) o perfil das reorganizações administrativas, para analisar se estas favoreciam a independência ou se suprimiam a liberdade dos reguladores. O trabalho não encontrou evidências de que as agências europeias fossem dominadas politicamente, visto que todos os indicadores confirmaram a independência dos organismos em relação ao governo. Em outros termos, não se detectou a prevalência do Gabinete, típica dos sistemas parlamentaristas.

Este trabalho de Thatcher foi replicado por Jordana e Ramió,<sup>23</sup> tendo como objeto as agências reguladoras e bancos centrais independentes da América Latina. Partindo dos argumentos de Moe e Caldwell,<sup>24</sup> os autores igualmente procuram investigar em que medida a difusão destes órgãos na região constituiu um modo de delegação assentado na mediação legislativa, isto é, delegação em lei, e no controle congressual das atividades regulatórias. No sentido reverso de Thatcher,<sup>25</sup> as evidências encontradas na América Latina revelam que, a despeito de serem países presidencialistas, prevalece o comando do Executivo sobre o desempenho das agências reguladoras e bancos centrais. O parâmetro utilizado pelos autores foi o tempo efetivo do mandato dos reguladores. A pesquisa encontrou uma alta rotatividade nas agências e também uma coincidência entre as trocas de reguladores e as

---

<sup>22</sup> THATCHER, Mark Timothy. The third force? Independent regulatory agencies and elected politicians in Europe. *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, v. 18, n. 3, jul. 2005.

<sup>23</sup> JORDANA, Jacint; RAMIÓ, Charles. Delegation, presidential regimes, and Latin American regulatory agencies, *Journal of Politics in Latin America*, v. 2, n. 1, p. 3-30, 2010.

<sup>24</sup> Terry M. Moe e Michael Caldwell, *The institutional foundations of democratic government*, op. cit.

<sup>25</sup> Mark Timothy Thatcher, *The Third Force?*, op. cit.

transições eleitorais. Isto é, as mudanças de governo implicaram substituições no comando da burocracia.<sup>26</sup>

A hipótese explicativa com a qual trabalham Jordana e Ramió é a de que, a despeito de os países latino-americanos serem presidencialistas, seu modo de funcionamento destoa do modo norte-americano de separação de poderes. Nesses países, o presidente concentra mais poder e recursos, sendo, pois, o titular da agenda política. O Congresso, por sua vez, apresenta um caráter reativo e atua em função das proposições apresentadas pelo Executivo.<sup>27</sup> Desfazem-se assim os incentivos que estruturam a política congressional, tal como identificada por Moe e Caldwell.<sup>28</sup>

Outros trabalhos sobre as relações entre políticos e burocratas na América Latina confirmam a prevalência do Executivo e apresentam resultados similares ao de Jordana e Ramió.<sup>29</sup> Este é o caso das evidências apresentadas por Eaton,<sup>30</sup> que analisou os mecanismos de delegação e controle entre políticos e burocratas na Argentina. Segundo esta análise, a forma de representação dos interesses conta menos com a mediação congressional e mais com as relações de tipo corporativas, que são estabelecidas entre os grupos de interesse e o Executivo. No caso do Brasil, a pesquisa de Olivieiri<sup>31</sup> apresenta indicações similares, ao destacar a concentração dos poderes decisórios no Executivo, o papel apenas autorizativo do orçamento votado pelo Congresso e a liberdade de nomeações políticas para um contingente grande de cargos na burocracia.

A consequência destes atributos, sustenta Gaylord,<sup>32</sup> é o desincentivo para a delegação legislativa *vis-à-vis* o benefício representado pelos dispositivos à disposição do Executivo. Como as principais competências constitucionais são da chefia do Executivo, em especial, a execução orçamentária, a atuação do Congresso, principalmente por meio de lei, que é uma atividade custosa para

<sup>26</sup> Jacint Jordana e Charles Ramió, *Delegation, presidential regimes, and Latin American regulatory agencies*, op. cit.

<sup>27</sup> MORGENSTERN, Scott; NACIF, Benito (Ed.). *Legislative politics in Latin America*. Cambridge Studies in Comparative Politics. Cambridge University Press, 2002.

<sup>28</sup> Terry M. Moe e Michael Caldwell, *The institutional foundations of democratic government*, op. cit.

<sup>29</sup> Jordana e Ramió, *Delegation, Presidential Regimes, and Latin American Regulatory Agencies*, op. cit.

<sup>30</sup> EATON, Kent. Can politicians control bureaucrats? Applying theories of political control to Argentina's democracy. *Latin American Politics and Society*, v. 45, n. 4, 2003.

<sup>31</sup> OLIVIERI, Cecília. Os controles políticos sobre a burocracia. *Rev. Adm. Pública*, Rio de Janeiro, v. 45, n. 5, p. 1395-1424, out. 2011.

<sup>32</sup> GAYLORD, Sylvia. Delegation and defensive legislative strategies in Brazil. *Legislative Studies Quarterly*, v. 34, n. 1, p. 5-30, 2010.

os parlamentares, apresenta benefícios incertos. Nesse cenário, há incentivos para uma postura deferente do Congresso, sobretudo naqueles temas que são afeitos a uma maior capacidade de intervenção do Executivo.

Concentrando-se no desenho das agências reguladoras, o trabalho de Prado<sup>33</sup> ecoa esses diagnósticos e apresenta o argumento de que há um traço singular na regulação brasileira, em relação ao modelo norte-americano. Trata-se da prevalência do Executivo, e não do Congresso, como “principal” político. Segundo essa análise, fatores como o poder de decreto (pela edição de medidas provisórias) e o manuseio administrativo do orçamento garantem um poder de gestão acentuado sobre as agências, tornando-as órgãos que são delegados, de fato, do Executivo e não do Legislativo. Em um mapeamento das relações entre o Executivo e as agências, a pesquisa de Silva<sup>34</sup> corrobora as indicações de Prado,<sup>35</sup> mostrando que o governo é quem delega e controla o poder das agências reguladoras. Para isso, utiliza-se tanto das nomeações de dirigentes com proximidade política como de estratégias de esvaziamento do poder regulatório, sobretudo por meio da vacância deliberada — a não indicação de novos dirigentes quando do encerramento dos mandatos.

Notadamente no campo monetário e financeiro, a literatura brasileira converge para reconhecer a persistência do Executivo como o poder encarregado da governança econômica. Em sua análise sobre a estabilização econômica, Sola e Kugelmas<sup>36</sup> destacam a atuação política do presidente da República como a variável decisiva para a constituição do Plano Real. Para os autores,<sup>37</sup> as capacidades de liderança e a existência de um espaço de autonomia política para a decisão presidencial são atributos explicativos da transição econômica brasileira. Raposo e Kasahara,<sup>38</sup> em uma descrição da trajetória do Bacen, assinalam que sua governança é variável conforme a orientação dos governos. Nos períodos desenvolvimentistas, o Bacen desfrutaria de menor

---

<sup>33</sup> PRADO, Mariana Mota. Presidential Dominance from a Comparative Perspective: The Relationship between the executive branch and regulatory agencies in Brazil. In: ROSE-ACKERMAN, S.; LINDSETH, P. (Ed.). *Comparative administrative law*. Edward Elgar, 2010.

<sup>34</sup> SILVA, Mariana Batista da. Independence after delegation? Presidential calculus and political interference in Brazilian regulatory agencies. *Brazilian Political Science Review*, v. 5, n. 2, 2011.

<sup>35</sup> Mariana Mota Prado, Independence after delegation?, op. cit.

<sup>36</sup> SOLA, Lourdes; KUGELMAS, Eduardo. Crafting economic stabilization: political discretion and technical innovation in the implementation of Plano Real. In: WHITEHEAD, Laurence; SOLA, Lourdes (Org.). *Statecrafting monetary authority*. Democracy and financial order in Brazil. Oxford: Center for Brazilian Studies, 2006.

<sup>37</sup> Ibid.

<sup>38</sup> RAPOSO, Eduardo de Vasconcelos; KASAHARA, Yuri. Instituições fortes, moeda estável e Banco Central do Brasil autônomo, *Dados*, v. 53, n. 4, 2010.

autonomia do que em períodos estabilizadores. A análise não ultrapassa o período Cardoso e avalia o desenvolvimentismo apenas no período anterior ao da democracia. Tendo essa ressalva em conta, a conclusão dos autores é a de que a autoridade do Bacen é dependente da política monetária adotada pelo Executivo e, em particular, das escolhas do presidente da República.<sup>39</sup>

Em um trabalho mais abrangente, voltado para o desenvolvimento institucional do Banco Central, Taylor<sup>40</sup> inverte os termos da equação entre instituições e políticas e atribui as transformações institucionais da regulação monetária a sucessivas escolhas de política pública. Via de regra, os estudos institucionalistas indicam uma relação causal invertida, ou seja, seriam as instituições políticas que conduzem os resultados de política pública. Ao alterar a ordem da equação, Taylor<sup>41</sup> sublinha o papel do Executivo em perseguir as políticas econômicas que resultaram em mudanças institucionais na organização do Bacen. Por fim, Gustavo Franco,<sup>42</sup> em seu livro que combina análise histórica e uma autobiografia de sua experiência como dirigente do Bacen, destaca em diversas passagens o ativismo do Executivo nas mudanças institucionais do sistema financeiro. O autor assinala, por exemplo, que “também no terreno monetário, é curioso que mudanças importantes acabem ocorrendo através de pequenos espaços infralegais, quando há impasses intranponíveis ou preconceitos estabelecidos no Parlamento”.<sup>43</sup>

Os trabalhos sobre regulação na América Latina e no Brasil e a literatura sobre política e regulação monetária estabelecem uma correlação consistente entre o modo do desenho regulatório e a organização do sistema político. Convergem nesse sentido para apontar o protagonismo do Executivo e o caráter reativo do Congresso. No entanto, esses trabalhos não explicam a existência de variedades institucionais entre os setores. Se de fato o Executivo desempenha um papel de relevo na regulação econômica local, resta como ponto obscuro o caráter discrepante de seu papel no sistema financeiro.

Diferentemente dos demais segmentos, como energia elétrica e telecomunicações, o sistema financeiro não foi objeto de uma nova lei setorial.

---

<sup>39</sup> Ibid.

<sup>40</sup> TAYLOR, Matthew. Institutional development through policy making: a case study of the Brazilian Central Bank, *World Politics*, v. 61, n. 3, 2009.

<sup>41</sup> Ibid.

<sup>42</sup> FRANCO, Gustavo. *A Moeda e a Lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)*. Rio de Janeiro: Zahar, 2017.

<sup>43</sup> Ibid., p. 634.

Sua agência reguladora, o Bacen, seguiu admitindo a dispensa *ad nutum* de seus diretores e, mesmo com a maior estabilidade institucional adquirida em 1999, todos os presidentes da República substituíram o banqueiro central. Parte destas características pode ser explicada pelo desenho constitucional, mas parte é tributária de uma outra dimensão, qual seja, a governança administrativa que congrega os dispositivos de delegação e controle específicos deste segmento. A governança administrativa apresenta incentivos que favorecem a delegação e o controle discricionários da regulação monetária, os quais reforçam as características estabelecidas pelo desenho constitucional.

### 3.2 Governança administrativa: mecanismos *ex ante* e *ex post*

Para além da questão sobre quem é o “principal”, se o Executivo ou o Congresso, há uma segunda questão suscitada pela literatura e que diz respeito às alternativas de delegação e controle atinentes às respectivas políticas públicas e atuações regulatórias. Em outros termos, é possível separar analiticamente duas dimensões do desenho regulatório: (i) a primeira, apresentada na seção anterior, refere-se a quem compete delegar as atribuições regulatórias; (ii) a segunda dimensão refere-se ao desenho dos mecanismos de delegação e controle incidentes sobre as diferentes atuações governamentais.<sup>44</sup> O argumento do trabalho é que a variedade brasileira de regulação financeira estabeleceu-se por meio de ambos os atributos, constituindo-se como uma atividade delegada e controlada pelo Executivo, por meio de recursos *ex post*, em detrimento dos recursos *ex ante*.

Para evitar o custo de agência, isto é, a atuação dos poderes delegados de forma discrepante das suas intenções, o “principal” conta com duas possibilidades de governança administrativa: a delegação estreita e a delegação ampla.<sup>45</sup> No primeiro caso, compete à lei disciplinar de forma detida o desenho da burocracia e os parâmetros para as suas decisões. Com isso, a lei estabelece

---

<sup>44</sup> A divisão apresentada nesse trabalho compartilha, portanto, de uma leitura similar apresentada por GUERRA, Sérgio; SALINAS, Natasha. Controle político da atividade normativa das agências reguladoras no Brasil. *Revista de Direito Econômico e Socioambiental*, v. 9, n. 3, 2018.

<sup>45</sup> GAROUPA, Nuno; MATHEWS, Judkins. Strategic delegation, discretion, and deference: explaining the comparative law of administrative review. *American Journal of Comparative Law*, v. 62, n. 1, p. 6-7, 2014. Sobre diferentes mecanismos de outorga dos poderes regulados, ou seja, diferentes gradações desta escala, ver Sérgio Guerra e Natasha Salinas, Controle político da atividade normativa das agências reguladoras no Brasil, op. cit.

*ex ante* as condições para a tomada de decisão e a moldura que circunscreve as ações dos órgãos administrativos. No segundo caso (delegação ampla), a lei estipula apenas os contornos mais gerais da política pública e atribui liberdade de ação para a burocracia no curso da gestão governamental.<sup>46</sup> Neste caso, o controle da burocracia pelo “principal” ocorre de forma *ex post*, ou seja, no decorrer de sua atuação, e conta com outros mecanismos que não a disciplina legal *ex ante*.

A preferência pela delegação *ex ante* ou *ex post* decorre de dois componentes: o tipo de política envolvida e as características das relações entre o “principal” e o “agente”, no setor em questão.<sup>47</sup> Em relação à política, esta pode ser mais ou menos suscetível à especialidade e às contingências. Quanto mais incerta for a política pública, em razão das áreas abrangidas, mais incentivos haveria para uma delegação aberta, isto é, para a atuação dos controles *ex post*. Aquelas áreas sujeitas a maior variação e imprevisibilidade teriam maior dificuldade de serem substantivamente disciplinadas em lei e por essa razão a delegação para um agente especializado, capaz de ajustar sua execução às modificações da conjuntura, traria vantagens para o “principal”.<sup>48</sup>

Além das características das políticas, outro fator associado ao tipo de delegação estabelecida é a existência de divergências entre as preferências do “principal” e as do “agente”. A divergência entre políticos e burocratas traduz o desalinhamento de preferências entre ambos os atores e, nesse caso, a estratégia de delegação mais razoável, para evitar o custo de agência, é aquela em que a legislação reduz a zona de discricionariedade, atribuindo os poderes de forma estreita.<sup>49</sup> *A contrario sensu*, a limitação da zona de discricionariedade da burocracia não seria igualmente necessária nos segmentos em que prevalece um alinhamento de posições entre o “principal” e o “agente”, ou seja, entre políticos e burocratas.

A delegação *ex ante*, no entanto, implica custos. Primeiro, a elaboração de uma lei requer a capacidade de barganha política, isto é, demanda esforços para a formação de uma maioria parlamentar e para a obtenção de apoio e chancela do governo. Segundo, e associado a esse ponto, a confecção legislativa envolve também capacidade técnica, ou seja, a competência para produzir um texto

---

<sup>46</sup> THATCHER, Mark; SWEET, Alec Stone. Theory and practice of delegation to non-majoritarian institutions. In: \_\_\_\_; \_\_\_\_\_. *The politics of delegation*. Londres: Frank Cass, 2003.

<sup>47</sup> EPSTEIN, David; O'HALLORAN, Sharyn. *Delegating powers: a transaction cost politics approach to policy making under separate powers*. Cambridge University Press, 1994.

<sup>48</sup> John Huber e Charles Shipan, *Deliberate discretion*, op. cit.

<sup>49</sup> *Ibid.*

consistente, habilitado a despertar o apoio dos demais representantes e dos grupos de interesse. O controle *ex ante* é, portanto, proporcionalmente mais difícil quanto maior vier a ser o custo da transação política e a dificuldade de se estipular em lei os desdobramentos futuros de uma dada política pública ou atuação regulatória. Por essas razões, atinentes ao custo da produção legislativa, os controles *ex post* são descritos como substitutos funcionais dos controles *ex ante*.<sup>50</sup>

No caso da alternativa *ex post*, a atuação da burocracia é controlada por meio de mecanismos de monitoramento, verificação e punição manejados no curso da implementação das políticas públicas. Há diversas possibilidades de mecanismos *ex post* empregados pelo “principal” para perseguir seus objetivos, caso ocorra um desalinhamento entre suas intenções e a atuação dos burocratas. Entre outros, este é o caso das nomeações e dispensas de dirigentes públicos, da alteração orçamentária capaz de afetar a implementação das políticas e das atuações e mudanças administrativas dedicadas a alterar ou compensar as decisões dos funcionários públicos. No caso dos mecanismos *ex post*, portanto, as regras do jogo para a atuação da burocracia não são estabelecidas preliminarmente em lei e o “principal” reserva o poder de influenciar e sancionar as atividades do “agente” no decorrer de sua atuação.

No campo específico da regulação monetária, a literatura costuma reivindicar que a governança da moeda e dos temas financeiros é particularmente propensa a uma maior incidência de dispositivos *ex post*. Nessa linha, Grau<sup>51</sup> e Rocha<sup>52</sup> assinalam que a disciplina da moeda demanda uma capacidade normativa de conjuntura, ou seja, uma intervenção regulatória assentada em uma delegação ampla de poderes pelo Congresso. Em um trabalho sobre o desenho institucional de Bancos Centrais, Duran<sup>53</sup> assinala que é típico deste arranjo regulatório contar com a discricionariedade. Para a autora, os BCs são constituídos por regras que lhes atribuem poderes de ação e favorecem os mecanismos de controle *ex post*, no lugar dos controles

<sup>50</sup> David Epstein e Sharyn O'Halloran, *Delegating powers*, op. cit.; Mark Thatcher e Alec Stone Sweet, *Theory and practice of delegation to non-majoritarian institutions*, op. cit.; e John Huber e Charles Shipam, *Deliberate discretion*, op. cit.

<sup>51</sup> GRAU, Eros Roberto. Capacidade normativa de conjuntura. In: ENCICLOPÉDIA Saraiva de direito. São Paulo: Saraiva, 1977. v. 13, p. 48-50.

<sup>52</sup> ROCHA, Jean Paul Veiga da. *A capacidade normativa de conjuntura no direito econômico: o déficit democrático da regulação financeira*. Tese (doutorado) — Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

<sup>53</sup> DURAN, Camila Villard. *A moldura jurídica da política monetária: estudo do Bacen, do BCE e do Fed*. São Paulo: Saraiva/Direito GV, 2013.

*ex ante*.<sup>54</sup> Por não ser objeto de sua análise, tais contribuições não explicam por que o caráter *ex post* da regulação monetária brasileira é mais acentuado do que a encontrada em outras jurisdições, como é o caso da norte-americana.

Tendo isso em conta, a seção seguinte assinalará que ambos os dispositivos descritos nesta parte constituem a variedade institucional da regulação monetária brasileira. A centralidade do Executivo, proveniente da governança constitucional, e as possibilidades de controles *ex post* típicos da regulação monetária forjaram uma variedade regulatória em que o Executivo figura como “principal” político e exerce sua delegação e controle por meio de mecanismos *ex post*. Ambos os fatores reforçam-se reciprocamente, constituindo assim a regulação executiva da moeda.

#### 4. A regulação presidencialista da moeda

Esta seção procurará descrever a variedade regulatória constituída no sistema financeiro nacional. Para isso, procurará responder às seguintes perguntas: (i) quem delegou de forma prevalecte os poderes para a burocracia monetária, o Executivo ou o Congresso?; (ii) com quais instrumentos administrativos os poderes foram delegados e controlados?

##### 4.1 Governança constitucional e sistema de governo: o Executivo como principal

A Constituição Federal brasileira estabeleceu um conjunto de dispositivos para assim atribuir ao Congresso Nacional o poder legislativo sobre o sistema financeiro. Como regra constitucional, figuram a garantia de independência econômica do Banco Central em relação ao Tesouro Nacional (art. 164, § 1º), o estabelecimento de um limite para os juros em 12% (art. 192, § 3º) e a limitação de ação normativa do CMN (art. 25, I, do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, o ADCT), cuja competência regulatória deveria ser encerrada em 180 dias da promulgação constitucional.<sup>55</sup> Além disso, consta ainda da

---

<sup>54</sup> Ibid.

<sup>55</sup> O artigo 25 da ADCT não trata especificamente do CMN, mas da ação normativa do Executivo. No entanto, a razão de sua inclusão na Constituição está diretamente associada ao Conselho, contra cujo poder se insurgiam os constituintes. Sobre isso, ver Gustavo Franco, *A moeda e a*

Constituição a designação de competência para o Congresso Nacional dispor sobre matéria financeira, cambial e monetária, para disciplinar os limites de emissão da moeda e também para tratar do montante da dívida mobiliária federal (art. 48, XIII, XIV). Por fim, o art. 52, III, d, atribui ao Senado Federal a competência para aprovar as indicações do presidente e dos diretores do Banco Central, que são realizadas pelo Poder Executivo.<sup>56</sup>

No entanto, a despeito das regras constitucionais, as evidências do período apontam a preservação do Executivo como legislador monetário — ou seja, como “principal”.<sup>57</sup> Um primeiro indicador nesse sentido é a alongada recepção da Lei nº 4.595, editada em 1964. Embora seja anterior à Constituição e não tenha sido promulgada como lei complementar, a Lei nº 4.595/1964 foi assim recepcionada e seguiu em vigor desde 1988, como o marco regulador do setor. A lei instituiu um arranjo administrativo baseado em uma delegação aberta de poderes para o Executivo, em particular para o Conselho Monetário Nacional, que adquiriu competências usualmente atribuídas ao Congresso. Tal condição revela não só uma deferência do legislativo, como também denota a preferência por um desenho institucional distinto daquele projetado pela Constituição.

Via de regra, a criação de um Banco Central e o conseqüente estabelecimento de uma regulação administrativa sobre a moeda e sobre as instituições financeiras pressupõem uma delegação de competências legislativas para a burocracia do Executivo. No caso brasileiro, no entanto, a Lei nº 4.595 atribuiu uma espécie de competência bifásica: os poderes regulatórios foram outorgados para o Conselho Monetário Nacional, que é um conselho integrado por autoridades políticas, a quem compete, por sua vez, estipular as regras a serem implementadas pelo Banco Central. Com isso, a moldura de atuação do

---

*lei*, op. cit., p. 461: “talvez houvesse aqui um sentimento de revanche diante da percepção de que o CMN havia usurpado funções legislativas durante o regime militar, sobretudo no que se refere à autorização para o endividamento público”. Sobre isso, ver Jean Paul Veiga da Rocha, *A capacidade normativa de conjuntura no direito econômico*, op. cit.

<sup>56</sup> Nesse mesmo sentido, Duran assinala que a Constituição teve o propósito de avocar para o Congresso as competências que haviam sido delegadas para o Executivo, em 1964. Ver Camila Duran, *A moldura jurídica da política monetária*, op. cit., p. 108-111.

<sup>57</sup> Para José Roberto Afonso, o desenho constitucional do sistema financeiro foi fruto de um embate político entre diferentes grupos de interesse. Parte das controvérsias não se dissipou com a promulgação da Carta e sua estabilização ocorreu no curso da implementação de suas normas. AFONSO, José Roberto. Memória da Assembleia Constituinte de 1987/88: o sistema financeiro. *Revista do IDP*, a. IX, n. 51, p. 12, maio/jun. 2013. Esta mesma diferença entre o projeto constituinte e a operação real das instituições informa o deslocamento das competências sobre a moeda do Congresso para o Executivo.

Bacen não é estabelecida por lei, mas pelas resoluções do CMN. É ilustrativa desta delegação indireta o fato de que a primeira competência atribuída ao Bacen é “cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo CMN” (art. 9º, Lei nº 4.595). Ao interpretar esse desenho institucional, a doutrina jurídica descreve o CMN como o órgão máximo do sistema financeiro, o seu órgão de cúpula, a quem cabe a atividade regulamentar, ao passo que ao Bacen reservam-se as atividades operacionais e aquelas decorrentes da implementação das normas do CMN.<sup>58</sup>

É também saliente a permanência de um padrão legislativo neste segmento: antes ou depois de 1988, o poder de agenda dos temas monetários foi exercido pelo Executivo. A tabela 1 faz um inventário da origem das leis financeiras indicadas no sítio eletrônico do Banco Central como as principais normas que constituíam, em 2018, o corpo legislativo do setor. O conjunto legislativo, composto por 18 leis, é majoritariamente formado por normas formuladas e editadas pelo Executivo, sendo apenas três destas leis iniciativas do Congresso Nacional. Já entre as leis de iniciativa do Executivo, destaca-se, a partir de 1988, seu poder de decreto, utilizado por meio da edição de medidas provisórias.<sup>59</sup>

---

<sup>58</sup> SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

<sup>59</sup> Nesta análise, a Lei nº 4.595 foi considerada de iniciativa do Executivo. A rigor, o projeto de lei foi inicialmente apresentado em 1947 pelo Legislativo, mas depois de uma tramitação longa, de quase 20 anos, a lei aprovada resultou de uma proposta substitutiva apresentada pelo governo Castelo Branco. A lei aprovada espelha a propositura do Executivo.

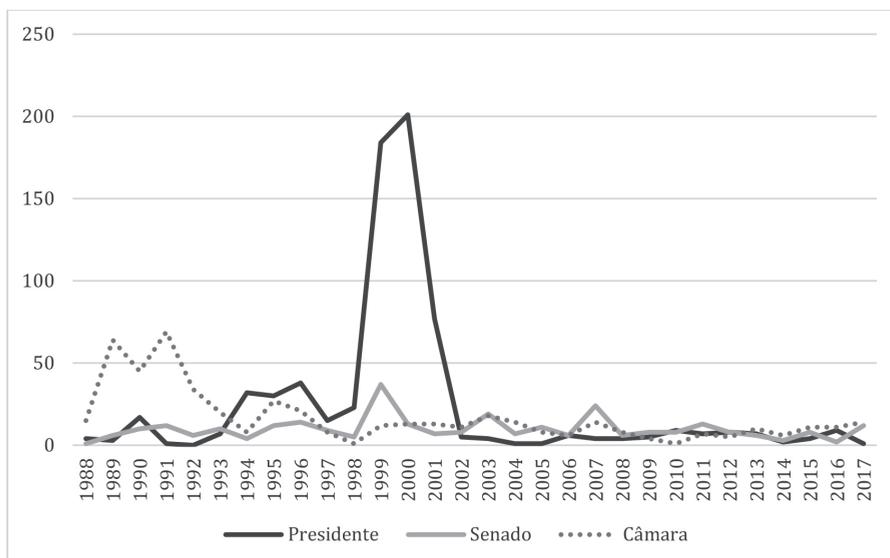
**Tabela 1**  
**Leis do sistema financeiro nacional**

Ano	Tipo	Nome	Iniciativa
1962	Lei nº 4.131	Lei do Capital Estrangeiro	Executivo
1964	Lei nº 4.595	Lei do Sistema Financeiro Nacional	Executivo
1965	Lei nº 4.728	Lei do Mercado de Capitais	Executivo
1966	Decreto nº 57.595	Lei Uniforme Relativa ao Cheque	Executivo
1966	Decreto nº 57.663	Lei Uniforme Relativa às Letras de Câmbio e Notas Promissórias	Executivo
1974	Lei nº 6.024	Lei de Intervenções e Liquidações	Executivo
1976	Lei nº 6.385	Lei do Mercado de Valores Mobiliários	Executivo
1985	Lei nº 7.357	Lei do Cheque	Senado
1986	Lei nº 7.492	Lei do Colarinho Branco / Crimes Financeiros	Câmara
1987	Decreto-Lei nº 2.321	Regime de Administração Especial Temporária	Executivo
1995	Lei nº 9.069	Lei do Plano Real	Executivo (MP)
1997	Lei nº 9.447	Lei da Responsabilidade Solidária	Executivo (MP)
1998	Lei nº 9.613	Lei da Lavagem de Dinheiro	Executivo (MP)
1998	Lei nº 9.710	Lei do Proer	Executivo (MP)
1999	Decreto nº 3.088	Regime de Metas de Inflação	Executivo
2001	Lei nº 10.214	Lei do Sistema de Pagamentos Brasileiro	Executivo (MP)
2001	Lei Complementar nº 105	Lei do sigilo das operações de instituições financeiras	Senado
2002	Decreto S/N	Altera as metas para a inflação para o ano de 2003	Executivo

Fonte: Elaboração própria, a partir de dados disponíveis nos sítios eletrônicos do Banco Central do Brasil, da Câmara dos Deputados e do Senado Federal.

A avaliação sobre a iniciativa das leis pode ser complementada com uma análise sobre a atividade legislativa exercida em três temas mais diretamente relacionados com o sistema financeiro: moeda, juros e crédito. Entre 1988 e 2018, uma comparação entre o volume de projetos de lei propostos sobre estes três temas pela Câmara dos Deputados, pelo Senado Federal e pelo Executivo (por meio de medidas provisórias) revela uma hegemonia legislativa do Executivo e de seu poder de decreto. Os dados são apresentados no gráfico 1 e procuram indicar o grau de atividade do Congresso sobre temas monetários *vis-à-vis* a atuação do Executivo, nos 30 anos de vigência da Constituição.

Gráfico 1  
Produção legislativa — MPs/Senado/Câmara



Fonte: Elaboração própria,<sup>60</sup> a partir de dados disponíveis nos sítios eletrônicos do Senado Federal e da Câmara dos Deputados.

O cenário pós-constituente, entre 1988 e 1992, foi o que indicou a maior atividade legislativa da Câmara dos Deputados nos temas monetários pesquisados (moeda, juros e crédito). A queda observada a partir de então está

<sup>60</sup> Os dados não diferenciam entre projetos aprovados e não aprovados, e incluem edições e reedições de MPs.

provavelmente relacionada com o papel contraditório desempenhado pelo STF, que a um só tempo tornou custosa a atividade legislativa pelo Congresso e facilitou a utilização de Medidas Provisórias para reformas pontuais do art. 192, da Constituição Federal.

Ao decidir a Ação Direta de Inconstitucionalidade (Adin) nº 4, a Corte não só decidiu que o limite de juros estabelecido no art. 192 da Constituição Federal não era autoaplicável, como sedimentou o entendimento de que o art. 192 deveria ser regulamentado por uma única lei complementar. A exigência de uma única lei contribuiu para o impasse nas negociações parlamentares, tornando custosa a transação política em razão do elenco variado de temas disciplinados pelo artigo 192.<sup>61</sup> Neste período, o STF foi provocado diversas vezes para se manifestar diante de medidas provisórias editadas pelo Executivo, que foram destinadas a reformar pontualmente o sistema financeiro. Paradoxalmente, em todos esses casos a Corte foi deferente ao Executivo, aquiescendo na reforma do sistema financeiro realizada por MPs e regulamentos do Conselho Monetário Nacional. Foi o caso da reforma do Conselho Monetário Nacional, que levou à proposição da Adin nº 1312, da criação do Proer, contestado pela Adin nº 1376, e do Fundo Garantidor de Crédito, contra o qual foi ajuizada a Adin nº 1398. Em todos esses casos as ações não prosperaram e, nos dois primeiros casos, as medidas provisórias foram convertidas em leis.<sup>62</sup>

O resultado desse conjunto de incentivos foi o reforço dos poderes legislativos no âmbito do Executivo, a despeito dos propósitos constitucionais. Não à toa, na conjuntura crítica do final dos anos 1990, em especial entre 1998 e 2002, quando o sistema financeiro enfrentou uma crise aguda, o legislador prevalecente foi o Executivo. No período, a edição de MPs foi substancialmente superior à atividade legislativa de ambas as casas do Congresso.

---

<sup>61</sup> Essa condição foi alterada com a emenda nº 40, promulgada em 2003, que alterou a redação do art. 192. Com a emenda nº 40, foram excluídos da Constituição os incisos e parágrafos do art. 192, como é o caso do tabelamento dos juros, e foi incluído um plural na expressão “lei complementar”, autorizando assim que leis complementares regulamentassem o referido artigo. Naquele momento, no entanto, as necessidades de reforma do sistema financeiro já haviam sido atendidas e o segmento saiu da agenda legislativa. Gustavo Franco, *A moeda e a lei*, op. cit.

<sup>62</sup> Sobre as Adins, ver Jean Paul Veiga da Rocha, *A capacidade normativa de conjuntura no direito econômico*, op. cit.; e DURAN, Camila Villard. *Direito e moeda: o controle dos planos econômicos de estabilização pelo STF*. São Paulo: Saraiva; Direito GV, 2010; DURAN, Camila Villard. O STF e a construção institucional das autoridades reguladoras do financeiro: um estudo de caso das ADIns. *Revista Direito GV*, v. 5, n. 1, 2009.

Foi nesse período que foram editadas e reeditadas as MPs do Proer, do sistema de pagamentos, do Plano Real, entre outras.

A análise sobre a tramitação legislativa de três medidas provisórias editadas no contexto da reforma monetária do Plano Real, ocorrida entre 1995 e 2002, exemplifica o sentido do protagonismo do Executivo como poder legislador e reformador. A tramitação legislativa indica que não só o Executivo foi o proponente da reforma monetária, como também a taxa de alteração das medidas provisórias no Congresso foi residual. A medida provisória que instituiu o Plano Real recebeu 139 emendas parlamentares, sendo 134 de deputados e senadores e quatro do relator da Comissão Mista formada no Congresso para apreciar a MP. Destas 139, foram aprovadas apenas 12 emendas, sendo sete de congressistas, incluídas no projeto de conversão, quatro emendas do relator e uma emenda aprovada em plenário, como destaque. A medida provisória que estabeleceu o Proer recebeu 16 emendas e nenhuma delas foi aprovada. O mesmo desfecho teve a MP que instituiu as novas regras do sistema de pagamentos: das três emendas recebidas nenhuma foi aprovada. Ainda que no caso do Plano Real tenha havido um volume maior de emendas, a capacidade legislativa real de aprovação de normas mostrou-se menos vigorosa. A tabela 2, a seguir, sintetiza essas informações.

Tabela 2  
Tramitação legislativa de MPs do SFN

Tema	Emendas Propostas	Emendas Aprovadas	Vetos	Lei Final
Plano Real	139 (135 do Congresso, quatro do relator da Comissão Mista)	12 (sete emendas de congressistas contempladas no PCL, quatro emendas do relator, uma emenda aprovada como destaque)		9.069/1995
Proer	16			1.604-38/1998
Sistema de Pagamento	3			10.214/2001

Fonte: Elaboração própria a partir de documentos públicos do Congresso Nacional.

Seguindo o protagonismo do Executivo, em 1999, foi realizada uma reforma substantiva do sistema monetário, da qual resultou a instituição do regime de metas de inflação. Desde então, o Banco Central passou a ter uma meta inflacionária publicamente conhecida a ser perseguida no período subsequente. O desenho seguiu o modelo que havia sido estabelecido inicialmente na Nova Zelândia, em 1991, e difundido desde então para outros sistemas monetários, como o norte-americano. No caso brasileiro, no entanto, sua introdução não foi disciplinada em lei, mas pelo Decreto nº 3.088/1999.

É de se notar que a introdução do regime de metas de inflação contrariou o regime de política monetária estabelecido pela Lei do Plano Real. O art. 6º desta Lei havia estipulado que a regulação da moeda seguiria uma regra quantitativa, que disciplinava a emissão da moeda, em função da variação dos principais agregados econômicos. Trimestralmente, o Banco Central deveria apresentar a programação monetária ao Conselho Monetário Nacional e, se aprovada, esta seria submetida à Comissão de Assuntos Econômicos do Senado — poder responsável pela política monetária. Ainda de acordo com a regra, o Legislativo poderia rejeitar a programação monetária por meio da edição de um decreto legislativo. O regime de metas de inflação, no entanto, alterou o modo pelo qual o Banco Central disciplina o poder de compra da moeda. A programação quantitativa, baseada nos agregados econômicos, foi descartada e, em seu lugar, foi estabelecida uma regulação indireta, constituída pela conjugação das metas de inflação com a administração da taxa básica de juros incidente no mercado aberto, a Selic. Em outros termos, a oferta e o custo da moeda passaram a decorrer das operações de mercado realizadas pelo Banco Central. A esse respeito, assinalam Estrela e Orsi:

A adoção da SMPI (sistema de metas para a inflação) tornou desnecessária a programação monetária adotada quando do Plano Real, uma vez que a quantidade de dinheiro em circulação na economia deixa de ser meta e instrumento direto da política monetária. Sua existência hoje tem caráter meramente formal, em atendimento a dispositivo legal, e sua extinção poderá ocorrer por ocasião da regulamentação do Art. 192, da Constituição Federal.<sup>63</sup>

---

<sup>63</sup> ESTRELA, Márcio Antônio; ORSI, Ricardo Vieira. *Moeda, sistema financeiro e Banco Central: uma abordagem prática e teórica sobre o funcionamento de uma autoridade monetária no Mundo e no Brasil*. Brasília: Cespe; UnB, 2010. p. 301.

O predomínio do Executivo como legislador da política monetária brasileira ganha realce quando comparado com a dinâmica legislativa de outros setores da economia brasileira e com o panorama de outros arranjos financeiros, em outros países. Como mencionado na seção anterior, a literatura sobre regulação econômica aponta como fator singular das agências reguladoras brasileiras a prevalência do Executivo, e não do Congresso, como “principal” político.<sup>64</sup> No entanto, em comparação com outros setores regulados, o sistema financeiro apresentou uma dominância superior do Executivo, haja vista que os demais segmentos tiveram ao menos o envolvimento parlamentar na promulgação de um novo marco legislativo, quando de sua reforma regulatória. Este é o caso de Telecom (Lei nº 9.472/1997); de Energia Elétrica (Lei nº 9.427/1996), e do setor de Petróleo (Lei nº 9.478/1997), cujas leis estabeleceram, entre outros, parâmetros para a atividade regulatória e exigências de controle social, por meio de consultas e audiências públicas.

A análise sobre as leis do setor de telecomunicações revela que, a despeito do protagonismo político do Executivo identificado pela literatura, o envolvimento do Congresso foi mais acentuado do que o verificado no sistema financeiro. Replicando o mesmo exercício realizado sobre as leis indicadas pelo Banco Central, a tabela 3 apresenta as leis destacadas pela Anatel, em seu sítio eletrônico, como as principais leis do setor. Tendo em conta o mesmo período analisado, a Anatel apresentou um conjunto de 15 leis setoriais. Destas, nove leis foram inicialmente propostas pelo Congresso, incluindo a Lei nº 9.472, que foi o principal marco normativo do setor, no período. Destaca-se ainda na tabela 3 a ausência de medidas provisórias, o que pode ser explicado pela Emenda nº 8, que constitucionalizou a reforma das telecomunicações. O art. 2º da referida emenda proibiu expressamente a utilização de medida provisória para disciplinar as atividades de concessão, permissão e autorização de telecomunicações.

---

<sup>64</sup> Mariana Mota Prado, *Presidential dominance from a comparative perspective*, op. cit.

**Tabela 3**  
**Leis do setor de telecomunicações**

Ano	Tipo	Nome	Iniciativa
1962	Lei nº 4.117	Código Brasileiro de Telecomunicações	Senado
1966	Lei nº 5.070	Lei do Fistel	Executivo
1967	Decreto-lei nº 236	Altera o Código Brasileiro de Telecomunicações	Executivo
1972	Lei nº 5.785	Prorroga concessões e permissões para a execução dos serviços de radiodifusão sonora	Executivo
1996	Lei nº 9.295	Dispõe sobre os serviços de telecomunicações e sua organização e sobre o órgão regulador	Executivo
1997	Lei nº 9.472	Lei Geral de Telecomunicações	Câmara
1998	Lei nº 9.612	Lei da Radiodifusão Comunitária; Lei das Rádios Comunitárias	Câmara
2000	Lei nº 9.998	Institui o Fundo de Universalização dos Serviços de Telecomunicações	Câmara
2000	Lei nº 10.052	Institui o Fundo para o Desenvolvimento Tecnológico das Telecomunicações (Funttel)	Executivo
2001	Lei nº 10.222	Padroniza o volume de áudio das transmissões de rádio e televisão nos espaços dedicados à propaganda	Senado
2003	Lei nº 10.703	Dispõe sobre o cadastramento de usuários de telefones celulares pré-pagos e dá outras providências	Senado
2009	Lei nº 11.934	Dispõe sobre limites à exposição humana a campos elétricos, magnéticos e eletromagnéticos	Câmara
2011	Lei nº 12.485	Lei da TV Paga; Lei da TV por Assinatura; Lei do SeAC; Lei do Serviço de Acesso Condicionado	Câmara
2014	Lei nº 12.965	Marco Civil da Internet	Executivo
2016	Lei nº 13.116	Lei Geral das Antenas	Senado

Fonte: Elaboração própria a partir de dados disponíveis nos sites da Anatel, da Câmara dos Deputados e do Senado Federal.

Um segundo contraste ilustrativo pode ser feito com a trajetória do Banco Central dos Estados Unidos (FED). Tendo como referência o estudo de Binder e Spindel,<sup>65</sup> sobre as relações entre o Congresso e o FED, constata-se o protagonismo do Legislativo norte-americano como instância de formulação das leis que regem a administração monetária. O argumento desenvolvido pelos autores é o de que o Congresso é o ator que baliza a atuação do FED, avocando competência legislativa sempre que o sistema monetário apresenta uma crise. Nessa mesma linha, embora mais tendente a projetar o poder do FED como agência burocrática, Conti-Brown<sup>66</sup> salienta que, ao longo de sua história, o órgão esteve sujeito a diversos conflitos com o Congresso, cujo poder de influência decorre de sua latente ameaça de legislar. Para ilustrar esse ponto, o autor relembra o conselho que o então presidente do FED, Ben Bernanke, deu à sua sucessora, Janet Yellen: “*the Congress is our boss*”.<sup>67</sup>

Binder e Spindel<sup>68</sup> apontam que em 100 anos de história o FED foi objeto de 20 proposições legislativas, muitas das quais tiveram o condão de alterar substantivamente o modo de intervenção do Banco Central sobre a economia. Entre outros, este é o caso da lei de 1935 (Banking Act of 1935) que centralizou a autoridade monetária em Washington, e das leis de 1977 (Federal Reserve Act Amendments) e de 1978 (Humphrey-Hawkins Full Employment Act), que conferiram ao FED um duplo mandato: a garantia do máximo emprego e da mínima inflação.

---

<sup>65</sup> BINDER, Sarah; SPINDEL, Mark. *The myth of independence: how Congress governs the Federal Reserve*. Princeton, 2017.

<sup>66</sup> CONTI-BROWN, Peter. *The power and independence of the Federal Reserve*. Nova Jersey: Princeton, 2016. p. 199-217.

<sup>67</sup> *Ibid.*, p. 199.

<sup>68</sup> Sarah Binder e Mark Spindel, *The myth of independence*, op. cit., p. 19.

**Tabela 4**  
**Leis do sistema financeiro dos EUA**

Ano	Tipo	Nome	Iniciativa
1913	Lei	Federal Reserve Act	Congresso
1917	Lei	First and Second Liberty Bond Act	Congresso
1922	Lei	Addition of Agricultural Seat to FED	Congresso
1923	Lei	Agricultural Credits Act of 1923	Congresso
1927	Lei	McFadden Act	Congresso
1932	Lei	Regulamento da Lei 4.131	Congresso
1933	Lei	Glass Steagal/Emergency Relief and Construction Act	Congresso
1934	Lei	Gold Reserve Act of 1934	Congresso
1935	Lei	Banking Act of 1935	Congresso
1942	Lei	Second War Power Acts of 1942	Congresso
1946	Lei	Employment Act of 1946	Congresso
1951	Acordo	Treasury-Fed Accord	Executivo
1956	Lei	Bank Holding Company Act	Congresso
1975	Lei	House Concurrent Resolution 133	Congresso
1977	Lei	Federal Reserve Act Amendments	Congresso
1978	Lei	Humphrey-Hawkins Full Employment Act	Congresso
1980	Lei	Monetary Control Act	Congresso
1991	Lei	Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act	Congresso
2006	Lei	Financial Services Regulatory Relief Act	Congresso
2010	Lei	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act	Congresso

Fonte: Elaborada por Binder e Spindel.<sup>69</sup>

<sup>69</sup> Ibid.

Dois episódios registrados pela literatura exemplificam as diferenças decorrentes do funcionamento das instituições políticas, entre Brasil e Estados Unidos, nos temas afeitos ao sistema financeiro. Na primeira passagem, Gustavo Franco, ex-presidente do BACEN, relata em seu livro *A moeda e a lei* como foi criado o Comitê de Política Monetária (Copom), um órgão do Banco Central encarregado de estipular as taxas de juros que regulam o valor da moeda. A instituição do Copom representou um ganho de autonomia para o Banco Central e pavimentou o caminho para o estabelecimento do regime de metas de inflação, que viria a ser adotado alguns anos adiante (a despeito do que previa a Lei do Real, anteriormente mencionada). A passagem de Franco enfatiza como a reforma ocorreu sob o comando do Executivo, na sombra do Congresso. No segundo trecho, Binder e Spindel assinalam a longa negociação estabelecida entre o então presidente do FED, Ben Bernanke, e o Congresso para assim instituir o regime de metas no Banco Central dos EUA.

Seria uma discussão difícil, talvez demorada e improdutiva, saber se o Copom deveria ser criado por lei ordinária, pois não seria implausível dizer que o tema era parte do antigo artigo 192, sem mencionar que o recurso à medida provisória ensejaria o argumento de que faltava o requisito constitucional da urgência, e o encaminhamento de projeto de lei seria demorado e polêmico, como costumam ser os trâmites de assuntos da espécie, e sem garantias sobre o desfecho. Nessas circunstâncias, foi mais fácil e mais prudente criar o Copom no interior do BCB, através de uma circular, confundindo-se com a sua diretoria e funcionando como uma sessão especial, temática e periódica, da mesma diretoria colegiada do BCB. [...] Embora não a proclamasse, o Copom foi consagrando a tese da independência do Banco Central, sem que a polêmica expressão tivesse de ser utilizada ou submetida a debates parlamentares.<sup>70</sup>

*Bernanke's decade-long effort to build consensus within the FED for the adoption of a formal, numerical inflation target provides additional evidence that FED officials at times seek political support from Congress even when considering internal changes. [...] The FED in January 2012 finally adopted a 2 percent inflation target — a full decade after Bernanke first broached the subject with*

---

<sup>70</sup> Gustavo Franco, *A moeda e a lei*, op. cit., p. 632, 635.

*Board colleagues. [...] Bernanke explains in his memoir why it took the FED a decade to adopt an inflation target. In January 2009, Bernanke recalls, he consulted with Representative Frank — then chair of House Financial Service Committee — about adopting a target. Frank declared that he would oppose the change. [...] Frank’s opposition helped to convince Bernanke to defer the formal adoption of an inflation target until unemployment had dropped significantly.<sup>71</sup>*

#### 4.2. Governança administrativa: delegação aberta e controle ex post

A seção anterior descreveu como, no período analisado, a delegação dos poderes de regulação do sistema financeiro nacional coube ao Executivo. O objetivo desta seção é analisar como foi realizada a delegação e o controle dos poderes para a burocracia regulatória. Isso porque o “principal” pode estabelecer os termos da regulação em lei, ou seja, *ex ante*, ou pode valer-se de uma delegação ampla, baseada em controles *ex post*.

Para isso, a análise recai sobre a Lei nº 4.595, que foi durante todo o período o principal marco regulador do setor. Neste exame, adotam-se dois *proxies* de análise, um quantitativo e outro qualitativo. O *proxy* quantitativo é a extensão da lei de delegação, que é mensurada em termos da quantidade de artigos e de palavras. Já o *proxy* qualitativo combina dois indicadores: (i) a dualidade de regimes de crédito decorrente da Lei nº 4.595 e (ii) a regra sobre as nomeações e demissões dos dirigentes da burocracia regulatória.

Em relação ao *proxy* quantitativo, a literatura tem como referência que leis mais extensas indicam uma disciplina mais abrangente e, portanto, mais detalhada das políticas públicas, ou seja, leis maiores são indicativas de um controle *ex ante*. Pelo reverso, leis enxutas denotam a opção por um tratamento legislativo mais modesto acerca da atuação da burocracia e favorecem, portanto, o controle *ex post*.<sup>72</sup>

Em termos quantitativos, conforme indicado na tabela 5, a Lei nº 4.595/1964 (com as suas alterações) conta com 65 artigos e um total de 9.208 palavras. Comparativamente, trata-se de uma lei não extensa. A Lei

---

<sup>71</sup> Sarah Binder e Mark Spindel, *The myth of independence*, op. cit., p. 225-226.

<sup>72</sup> David Epstein e Sharyn O’Halloran, *Delegating powers*, op. cit.; e John Huber e Charles Shipan, *Deliberate discretion*, op. cit.

Geral de Telecomunicações apresenta um conjunto normativo maior, que é disciplinado em 213 artigos, distribuídos em 16.572 palavras. A Lei do Federal Reserve Act (FED) segue outro padrão de legística e não conta com artigos, mas se trata de uma norma significativamente maior e mais detalhada, contando com 52.979 palavras. Em outras palavras, a delegação de poderes regulatórios para o FED, ou para a Anatel, é mais legalizada do que a delegação de poderes para o Bacen, no período entre 1988 e 2018.

Tabela 5  
Comparação entre desenhos de delegação e controle

	Lei do Sistema Financeiro Nacional	Lei Geral de Telecomunicações	Federal Reserve Act
Extensão da Lei	9.208 palavras	16.572 palavras	52.979 palavras
	65 artigos	213 artigos	Não se aplica
Regra de Demissão	Demissão <i>ad nutum</i>	Mandato de 5 anos para os Diretores e Mandato do Presidente no ato de posse	Mandato de 4 anos para o Presidente

Fonte: Elaboração própria a partir de Lei nº 4.595, Lei nº 9.472 e Federal Reserve Act.

Em termos qualitativos, o *proxy* analisado é a dualidade de regimes instituídos pela Lei nº 4.595/1964. Trata-se dos regimes de crédito livre e de crédito direcionado. O sistema de crédito livre envolve todas as operações financeiras livremente negociadas pelas partes — credor e devedor — e é regulado pelo CMN e pelo Bacen com vistas ao atendimento das finalidades de estabilidade monetária e financeira. O sistema de crédito direcionado, por sua vez, conta com o direcionamento político dos recursos financeiros. Neste caso, compete ao CMN estabelecer as condições de remuneração da poupança bancária, as possibilidades de sua alocação e o custo das respectivas operações financeiras, com a finalidade de incutir critérios de política pública na intermediação bancária.

A despeito de ser uma lei dedicada a delegar poderes e assim constituir uma regulação administrativa sobre a moeda, a Lei nº 4.595 tratou de forma quase simétrica as competências do Banco Central e as atribuições dos bancos

públicos: Banco do Brasil, o Banco de Desenvolvimento Econômico (BNDE) e o Banco Nacional de Habitação (BNH). Observadas as condições estabelecidas pelo CMN, compete a estes bancos públicos a execução das políticas de crédito, respectivamente, para os setores rural, industrial e habitacional (art. 19; art. 23; art. 4º, § 7º da referida lei).<sup>73</sup> Esse desenho foi conservado no período de 1988 e 2018 garantindo assim às autoridades do Executivo um espaço de influência sobre uma parcela da regulação do crédito, por meio de taxas de juros que são decididas discricionariamente pelo CMN.<sup>74</sup>

A capacidade de influenciar a política de crédito por meio dos bancos públicos e do crédito direcionado foi reforçada pelas regras de nomeação e dispensa dos dirigentes do Banco Central. As nomeações e demissões são entendidas pela literatura como um dos principais meios de controle *ex post* da burocracia.<sup>75</sup> Isso porque a possibilidade de dispensa *ad nutum* atribui à autoridade política um poder de pressão que habilita um controle das decisões e do comportamento dos reguladores.

Originalmente, a Lei nº 4.595/1964 disciplinava expressamente as condições de dispensa das autoridades monetárias, estabelecendo um mandato de seis e depois de sete anos para o dirigentes do Bacen.<sup>76</sup> O Ato Institucional (AI) nº 5, no entanto, em seu art. 6º, suspendeu as garantias de estabilidade de funcionários de autarquias e empresas estatais, o que afetou o Bacen. Em 1974, a Lei nº 6.045, em seu art. 5º, revigorou esse comando e estipulou a regra de que o presidente e os diretores do Bacen não têm mandato e podem ser dispensados por liberalidade do presidente da República. O regime não foi alterado nem pela Constituição de 1988, nem pelas reformas monetárias associadas ao Plano Real, sendo, portanto, vigente durante o período analisado.

<sup>73</sup> A partir de 1986, com o encerramento do BNH, estas atividades são desenvolvidas pela Caixa Econômica Federal. Ver SCHAPIRO, Mario G.; PEREIRA, Saylor P. Developmental state with neoliberal tools: a portrait of the Brazilian housing financial system. *The Law and Development Review*, v. 12, p. 457-493, 2019.

<sup>74</sup> Em 2017, o Executivo mudou em parte esse regime no que se refere à TJLP, utilizada pelo BNDES. A TJLP, que passou a se chamar TLP, tem agora seu valor apurado em função das variações da NTN-B, que é um título do Tesouro Nacional. A mudança foi introduzida pela MP nº 777, convertida na Lei nº 13.483/2017.

<sup>75</sup> WOOD, B. Dan; WATERMAN, Richard W. The dynamics of political control of the bureaucracy. *The American Political Science Review*, v. 85, n. 3, p. 801-828, 1991.

<sup>76</sup> A Lei nº 4.595/1964 dispunha de um mandato de seis anos (art. 14) e foi reformada pela Lei nº 5.362/1967, que ampliou os mandatos para sete anos. A despeito do mandato, a Lei nº 4.595 autorizava a demissão pelo CMN, desde que por razões fundamentadas (art. 6º, IV).

Assim, a regulação do sistema financeiro distinguiu-se do regime das telecomunicações e do Federal Reserve Act. Em relação à dualidade de regimes, nenhum destes desenhos regulatórios institucionalizou um caminho direto de ascendência política do Executivo sobre a política setorial. No caso do FED, em particular, é ilustrativo o fato de que a regulação monetária norte-americana tem sido porosa a objetivos de política pública que ultrapassam os propósitos da estabilidade monetária. A persecução do pleno emprego tem sido uma atribuição do FED, tanto quanto o controle da estabilidade de preços. No entanto, esta dupla competência para administrar a política monetária foi atribuída pelo Congresso, por meio de lei,<sup>77</sup> isto é, por meio de um controle *ex ante* da atuação regulatória. No caso brasileiro, os objetivos de emprego e crescimento também têm constituído a organização do sistema financeiro nacional, mas, como assinalado, não foram controlados pelo Congresso. Tais objetivos têm sido manejados diretamente pelo Executivo, por meio das decisões sobre taxas especiais de juros adotadas pelo CMN, da atuação dos bancos públicos e dos mecanismos de crédito direcionado.

No que tange às regras de nomeação e dispensa, a regra disposta pela Lei Geral de Telecomunicações (LGT) é a de que os conselheiros da Anatel e seu presidente têm um mandato, ou seja, não poderiam ser dispensados por liberalidade do Executivo.<sup>78</sup> O Federal Reserve Act também disciplina o mandato de seus dirigentes, sendo o mandato do presidente do FED de quatro anos, renovável. A diferença de regras tem consequências concretas: todos os presidentes da República, entre 1988 e 2018, escolheram seus banqueiros centrais. Essa mesma regra não se verifica para Anatel e muito menos para o FED, cujos presidentes exercem seus mandatos de forma não coincidente com as trocas eleitorais.

---

<sup>77</sup> A duplicidade de mandatos foi introduzida originalmente, em 1946, com o Employment Act, que estabeleceu o “máximo de emprego” como um objetivo para as políticas macroeconômicas em geral, incluindo-se implicitamente neste comando a atuação do Banco Central. O duplo mandato, no entanto, tornou-se explícito em 1977, com Federal Reserve Act Amendments, e, em seguida, com a reforma introduzida pelo Humphrey-Hawkins Full Employment Act, que apresentou métricas mais específicas para os objetivos da política monetária. Sarah Binder e Mark Spindel, *The myth of independence*, op. cit., p. 171-180.

<sup>78</sup> A Lei nº 9.986/2000 instituiu uma válvula de escape, franqueando maior discricionariedade para o Executivo nas nomeações das Agências Reguladoras. Segundo essa regra, embora os presidentes tenham mandato assegurado em lei e não possam ser dispensados *ad nutum*, o prazo de seu mandato não é estabelecido *ex ante* em lei, mas no ato de sua posse, pelo presidente da República (Lei nº 9.986/2000, art. 5º, parágrafo único).

### 4.3 Regulação executiva da moeda: ativismo do executivo e controle *ex post*

A definição de quem é o “principal” — encarregado da delegação e do controle — e o modo de exercício de seus poderes varia em função do funcionamento das instituições político-constitucionais e da governança administrada dos setores econômicos. Em uma primeira dimensão, é o desenho constitucional que estabelece as regras do jogo e os incentivos jurídicos que conformam a dinâmica política. Nesta dimensão, o desenho constitucional brasileiro, assim como verificado em outros países da região, constituiu um regime presidencialista com poderes desproporcionalmente concentrados no Executivo. No sistema financeiro, em particular, é o Executivo e não o Congresso que exerce o poder de legislar (ou regular via CMN) e de ameaçar a burocracia de legislar, cumprindo assim o papel de “principal” político.

Em uma segunda dimensão, o desenho administrativo estipula os custos e os benefícios associados aos mecanismos de delegação e controle, que podem ser estabelecidos *ex ante* ou *ex post*. Isto é, a atividade da burocracia pode ser delegada e controlada por meio de lei ou pela utilização de mecanismos discricionários.

Há três variáveis a serem consideradas na ponderação de custos e benefícios administrativos: (i) o custo da delegação *ex ante*, materializado na disciplina presente dos termos futuros da política pública, (ii) o teor da política pública, que pode ser mais ou menos contingente e passível de uma disciplina *ex ante*, e (iii) a disponibilidade para que mecanismos *ex post* cumpram um papel de substitutos funcionais de uma disciplina *ex ante* da burocracia.

As propriedades do sistema financeiro nacional indicam uma predileção pelos controles *ex post*. Concorrem para isso as três variáveis assinaladas: custo da delegação *ex ante*, contingências da política e alternativas funcionais de controle político.

A regra original do art. 192, da Constituição Federal, que trata do sistema financeiro, determinava que sua regulamentação deveria ser realizada por lei complementar. Como, por sua vez, o art. 192 tratava de um elenco variado de temas, a formulação legislativa em uma única lei complementar (tal como a decisão do STF foi compreendida pelos atores políticos) tornou a deliberação congressual proibitivamente custosa. Ao mesmo tempo, a Corte autorizou a reforma de parcelas do sistema financeiro por medida provisória, rejeitando as sucessivas Adins que questionaram a utilização do instrumento para

legislar sobre o sistema financeiro nacional. O resultado foi o encarecimento relativo da legislação congressional e o barateamento relativo das MPs. Embora a Emenda Constitucional nº 40/2003 tenha habilitado a regulamentação do art. 192 por mais de uma lei complementar, sua promulgação ocorreu após a reforma financeira, ocasião em que a organização do sistema financeiro já aparecia com menos interesse na agenda política.

O segundo atributo atinente ao setor financeiro são as propriedades da política monetária, que tendem a tornar mais custosa a tarefa de elaboração de uma lei complementar. Nesse campo, as decisões disciplinares são premidas pelo objetivo de garantir a estabilidade do sistema financeiro, preservando sua solvência e liquidez, e pelo propósito de prover elasticidade, ou seja, condições para uma expansão da base monetária, favorável ao crescimento econômico, ao investimento e à geração de empregos.<sup>79</sup> Trata-se de uma conciliação difícil, sobretudo, em países periféricos. Isso porque, nestes países, esta conciliação sujeita-se às condições hierárquicas do sistema financeiro internacional.<sup>80</sup> Nas crises, os investidores orientam-se para o vértice do sistema, deslocando seus ativos para os mercados monetários considerados mais seguros.<sup>81</sup> Nos países periféricos, a regulação monetária é, portanto, duplamente desafiada pela conjuntura econômica: ao mesmo tempo que as decisões precisam ser consistentes com as necessidades econômicas domésticas, os reguladores são também cobrados pelo ambiente financeiro global. Esse cenário torna mais difícil a antecipação em lei da conciliação entre os objetivos de estabilidade e de elasticidade, como realizado pelo Congresso norte-americano com a estipulação de um duplo mandato para o FED.

O terceiro fator distintivo da regulação monetária brasileira é a possibilidade franqueada pelos dispositivos *ex post* para permitir a representação dos interesses, sem a necessidade da mediação legislativa. Além do incentivo para a convergência de preferências entre o Bacen e o Executivo (e os interesses por este representados) garantido pela possibilidade latente de demissão *ad nutum*, o controle político da regulação foi engendrado por uma

---

<sup>79</sup> Sobre essa tensão de objetivos no âmbito da economia política, ver EICHENGREEN, Barry. *Globalizing capital – a history of the international monetary system*. 2. ed. Nova Jersey: Princeton, 2008. p. 1-5. Para uma conceituação de ambas as dinâmicas na oferta monetária, ver MEHRLING, Perry. *The inherent hierarchy of money. Paper prepared for Duncan Foley festschrift volume*, and conference April 20-21, 2012. Disponível em: <[https://ieor.columbia.edu/files/seasdepts/industrial-engineering-operations-research/pdf-files/Mehrling\\_P\\_FESeminar\\_Sp12-02.pdf](https://ieor.columbia.edu/files/seasdepts/industrial-engineering-operations-research/pdf-files/Mehrling_P_FESeminar_Sp12-02.pdf)>. Acesso em: 10 fev. 2018.

<sup>80</sup> PISTOR, Katharina, A legal theory of finance. *Journal of Comparative Economics*, v. 41, n. 2, 2013.

<sup>81</sup> *Ibid.*; e Perry Mehrling, *The inherent hierarchy of money*, op. cit.

reserva de poderes decisórios estabelecidos no âmbito do CMN. É no bojo desta delegação indireta que se instituiu a dualidade de regimes da política monetária, representada pelos regimes de crédito livre e crédito direcionado. A dualidade habilitou a representação direta dos interesses no Executivo, por meio de decisões do CMN que instituíam taxas diferenciadas de juros para setores sensíveis da economia (agricultura, indústria e imobiliário). Esta alternativa tornou despiendo o recurso à disciplina legislativa como forma de representação de interesses na política de crédito. Utilizando os termos usuais da literatura,<sup>82</sup> a dualidade de regimes de crédito no Brasil seria uma espécie de substituto funcional (*ex post*) à disciplina *ex ante*, em lei, de uma conciliação entre a estabilidade (mínima inflação) e a elasticidade (máximo emprego), tal como realizado pelo Humphrey-Hawkins Full Employment Act, no sistema financeiro norte-americano.<sup>83</sup>

Esta é, pois, a anatomia institucional desta variedade regulatória. Por uma parte, a Constituição, em sua dinâmica real, da qual fez parte o STF, projetou o Executivo como o “principal” político e deslocou os temas monetários do Congresso para o Planalto. Por outra parte, a condição do Executivo foi reforçada pelo custo relativamente alto do controle *ex ante*, em lei, e pela possibilidade franqueada aos eleitores e grupos de interesse de reivindicar as políticas de crédito perante o Executivo, que reservou poderes de resposta *ex post*. A complementaridade institucional entre as governanças constitucional e administrativa conformou assim a regulação executiva da moeda.

## 5. Considerações finais

Esse trabalho procurou caracterizar o modelo de regulação constituído no sistema financeiro brasileiro, no contexto posterior ao da transição democrática.

---

<sup>82</sup> John Huber e Charles Shipam, *Deliberate discretion*, op. cit.

<sup>83</sup> Como referido, esse conjunto de incentivos sofreu alteração com a promulgação da Lei nº 13.483/2017, que revogou a TJLP e instituiu a TLP. A nova regra modificou em parte as condições de funcionamento da dualidade regulatória. Desde a sua edição, o custo dos recursos do FAT e consequentemente o custo dos contratos do BNDES são estabelecidos em função da variação da Nota do Tesouro Nacional, série B (NTN-B). Com isso, o custo dos recursos desembolsados pelo BNDES tende a ser maior do que aquele que era baseado na TJLP, cujo valor não era indexado pelas variações dos títulos públicos no mercado. A consequência disso é uma potencial redução da participação do crédito direcionado ofertado pelo BNDES e a perda relativa de vantagem comparativa nessa modalidade *ex post* de representação dos interesses.

Embora o período seja extenso, a pesquisa identificou regularidades que foram traduzidas como características institucionais do arranjo. As características mais sobressalentes são o papel de solista desempenhado pelo Executivo e a utilização de instrumentos *ex post* de governança. A essa organização o trabalho atribuiu a designação de regulação executiva da moeda.

A identificação destas características não significa, no entanto, que o Executivo domine a regulação monetária, tornando o Banco Central uma repartição do Palácio do Planalto. Os poderes do Executivo, embora comparativamente grandes, não são os mesmos daqueles detidos quando da enunciação de que “o guardião da moeda sou eu”. Desde então, a Constituição de 1988 fortaleceu as carreiras públicas, o que inclui diretamente a burocracia do Bacen, e, principalmente, estabeleceu uma ordem democrática, tornando assim os temas de governo como temas públicos. A estabilidade monetária é o caso típico: a despeito da relativa opacidade que constitui a política monetária, seu resultado mais direto, a inflação, é publicamente monitorado, o que diminui a possibilidade de aventuras políticas. Da mesma forma, a regulação bancária tornou-se progressivamente internacionalizada, com a profusão global dos sucessivos acordos de Basileia e mecanismos de monitoramento dos reguladores.

Reconhecidos esses pontos, que não foram objeto deste trabalho, a principal contribuição deste artigo é a descrição da anatomia da regulação do sistema financeiro nacional, no período estabelecido entre 1988 e 2018. Assim como outros países, o Brasil também foi exposto ao capitalismo regulatório e às suas correspondentes formas institucionais, tais como a autonomia do Banco Central e a adoção de uma intervenção estatal despolitizada. Assim como os demais países, o formato local do capitalismo regulatório observou vetores locais e produziu uma acomodação institucional peculiar.

A despeito de suas peculiaridades, este arranjo alcançou estabilidade política e econômica. Entre 1999 e 2018, nenhum presidente da República trocou seu banqueiro central no curso do mandato presidencial. Além disso, a meta de inflação foi sobejamente atendida e o sistema bancário contou com estabilidade financeira. Neste período, governos também puderam atender aos seus constituintes eleitorais, ora utilizando os bancos públicos para financiar privatizações, ora empregando-os no financiamento de políticas industriais. No entanto, o arranjo também apresentou fragilidades. A dependência do arranjo brasileiro ao Executivo tornou-o potencialmente mais vulnerável. Afinal, o balanço encontrado entre estabilidade econômica e estabilidade política decorreu de um jogo com regras não escritas.

A observação deste campo e de seus novos desdobramentos permitirá novas análises capazes de revelar se e como as propriedades desta variedade institucional têm sido preservadas ou alteradas em sua dinâmica real. As possibilidades compreendem desde um cenário similar ao da Turquia, em que o Executivo restringiu a autonomia do Banco Central, até a formalização, por mecanismos *ex ante*, de um regime de maior distância entre a burocracia monetária e o Executivo. Entre estes extremos, figura a alternativa da resiliência institucional, com a conseqüente manutenção das principais características do arranjo institucional em função dos vigorosos fatores de dependência da trajetória (*path dependence*).

## Referências

AFONSO, José Roberto. Memória da Assembleia Constituinte de 1987/88: o sistema financeiro. *Revista do IDP*, a. IX, n. 51, maio/jun. 2013.

BINDER, Sarah; SPINDEL, Mark. *The myth of independence: how Congress governs the Federal Reserve*. Princeton, 2017.

BRAITHWAITE, John. *Regulatory capitalism: how it works, ideas for making it work better*. Cheltenham: Edward Elgar, 2006.

CAMPOS, Roberto. *A lanterna na popa*. Rio de Janeiro: Topbooks, 1994.

CONTI-BROWN, Peter. *The power and independence of the Federal Reserve*. Nova Jersey: Princeton, 2016.

CUKIERMAN, Alex. Central bank independence and monetary policymaking institutions — Past, present and future. *European Journal of Political Economy*, Elsevier, v. 24, n. 4, p. 722-736, dez. 2008.

DUBASH, Navroz; MORGAN, Bronwen. *The rise of the regulatory state of the south: infrastructure and development in emerging economies*. Oxford, 2013.

DURAN, Camila Villard. *A moldura jurídica da política monetária: estudo do Bacen, do BCE e do Fed*. São Paulo: Saraiva; Direito GV, 2013.

\_\_\_\_\_. *Direito e moeda: o controle dos planos econômicos de estabilização pelo STF*. São Paulo: Saraiva; Direito GV, 2010.

\_\_\_\_. O STF e a construção institucional das autoridades reguladoras do financeiro: um estudo de caso das ADIns. *Revista Direito GV*, v. 5, n. 1, 2009.

EATON, Kent. Can politicians control bureaucrats?: Applying theories of political control to Argentina's democracy. *Latin American Politics and Society* v. 45, n. 4, 2003.

EICHENGREEN, Barry. *Globalizing capital: a history of the international monetary system*. 2. ed. Nova Jersey: Princeton, 2008.

EPSTEIN, David; O'HALLORAN, Sharyn. *Delegating powers: a transaction cost politics approach to policy making under separate powers*. Cambridge University Press, 1994.

ESTRELA, Márcio Antônio; ORSI, Ricardo Vieira. *Moeda, sistema financeiro e Banco Central: uma abordagem prática e teórica sobre o funcionamento de uma autoridade monetária no Mundo e no Brasil*. Brasília: Cespe; UnB, 2010.

FRANCO, Gustavo. *A moeda e a lei: uma história monetária brasileira (1933-2013)*. Rio de Janeiro: Zahar, 2017.

GAROUPA, Nuno; MATHEWS, Judkins. Strategic delegation, discretion, and deference: explaining the comparative law of administrative review. *American Journal of Comparative Law*, v. 62, n. 1, 2014.

GAYLORD, Sylvia. Delegation and defensive legislative strategies in Brazil. *Legislative Studies Quarterly*, v. 34, n. 1, p. 5-30, 2010.

GIAMBIAGI, Fabio; ALÉM, Ana Cláudia. *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*. Rio de Janeiro: Campus, 2008.

GRAU, Eros Roberto. Capacidade normativa de conjuntura. In: ENCICLOPÉDIA Saraiva de direito. São Paulo: Saraiva, 1977. v. 13.

GUERRA, Sérgio. *Discricionariedade, regulação e reflexividade*. 5. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2019.

\_\_\_\_; SALINAS, Natasha. Controle político da atividade normativa das agências reguladoras no Brasil, *Revista de Direito Econômico e Socioambiental*, v. 9, n. 3, 2018.

HALL, Peter A.; SOSKICE, David. Introduction. In: \_\_\_\_\_. *Varieties of capitalism: the institutional foundations of comparative advantage*. Oxford, 2003.

HUBER, John; SHIPAN, Charles. *Deliberate discretion: the institutional foundations of bureaucratic autonomy*. Nova York: Cambridge, 2002.

JAYASURIYA, Kanishka. Beyond institutional fetishism: from the developmental to the regulatory state. *New Political Economy*, v. 10, 2005.

\_\_\_\_\_. Regulatory state with dirigiste characteristics: variegated pathways of regulatory governance. In: DUBASH, Navroz; MORGAN, Bronwen. *The rise of the regulatory state of the south: infrastructure and development in emerging economies*. Oxford, 2013.

JORDANA, Jacint; RAMIÓ, Charles. Delegation, presidential regimes, and Latin American regulatory agencies. *Journal of Politics in Latin America*, v. 2, n. 1, p. 3-30, 2010.

LEVI-FAUR, David. The global diffusion of regulatory capitalism. *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, v. 598, p. 12-32, 2005.

\_\_\_\_\_. The odyssey of the regulatory state: from a “thin” monomorphic concept to a “thick” and polymorphic concept. *Law & Policy*, v. 35, n. 1-2, p. 29-50, 2013.

\_\_\_\_\_; JORDANA, Jacint. Toward a Latin American regulatory state? The diffusion of autonomous regulatory agencies. *International Journal of Public Administration*, v. 29, 2006.

LIJPHART, Arend. *Modelos de democracia: desempenho e padrões de governo em 36 países*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2011.

LIMONGI, Fernando. A democracia no Brasil: presidencialismo, coalizão partidária e processo decisório. *Novos Estudos Cebrap*, n. 76, p. 17-41, 2006.

LUNDBERG, Eduardo Luís. Bancos oficiais e crédito direcionado — o que diferencia o mercado de crédito brasileiro? *Texto para Discussão* (Banco Central do Brasil) n. 258, 2011.

MAGGETTI, Martino; GILARDI, Fabrizio; RADAELLI, Claudio. *Designing research in the social sciences*. Londres: Sage, 2013.

MCCUBBINS, Matthew; NOLL, Roger; WEINGAST, Barry. Administrative procedures as instruments of political control. *Journal of Law Economics and Organization*, v. 3, n. 2, 1987.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. Structure and process, politics and policy: administrative

arrangements and the political control of agencies. *Virginia Law Review*, v. 75, 1989.

\_\_\_\_; SCHWARTZ, Thomas. Congressional oversight overlooked: police patrols versus fire alarms. *American Journal of Political Science*, v. 28, n. 1, 1984.

MCNAMARA, Kathleen. Rational fictions: Central Bank Independence and the social logic of delegation. In: THATCHER, Mark; SWEET, Alec Stone. *The politics of delegation*. Londres: Frank Cass, 2003.

MEHRLING, Perry. The inherent hierarchy of money. *Paper prepared for Duncan Foley festschrift volume*, and conference April 20-21, 2012. Disponível em: <[https://ieor.columbia.edu/files/seasdepts/industrial-engineering-operations-research/pdf-files/Mehrling\\_P\\_FESeminar\\_Sp12-02.pdf](https://ieor.columbia.edu/files/seasdepts/industrial-engineering-operations-research/pdf-files/Mehrling_P_FESeminar_Sp12-02.pdf)>. Acesso em: 10 fev. 2018.

MOE, Terry M.; CALDWELL, Michael. The institutional foundations of democratic government: a comparison of presidential and parliamentary systems. *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE) / Zeitschrift Für Die Gesamte Staatswissenschaft*, v. 150, n. 1, 1994.

MORGENSTERN, S.; NACIF, B. (Ed.). *Legislative politics in Latin America*. Cambridge Studies in Comparative Politics. Cambridge University Press, 2002.

OLIVIERI, Cecília. Os controles políticos sobre a burocracia. *Rev. Adm. Pública*, Rio de Janeiro, v. 45, n. 5, p. 1395-1424, out. 2011.

PISTOR, Katharina. A legal theory of finance. *Journal of Comparative Economics*, v. 41, n. 2, 2013.

\_\_\_\_; XU, Chenggang. Incomplete law: a conceptual and analytical framework and its application to the evolution of financial market regulation. *Journal of International Law and Politics*, v. 35, n. 4, p. 931-1013, 2003.

POSNER, Richard A. Regulation (agencies) versus litigation (courts): an analytical framework. In: *Regulation vs. litigation: perspectives from economics and law*. National Bureau of Economic Research, Inc. 2010.

PRADO, Mariana Mota. Presidential dominance from a comparative perspective: the relationship between the executive branch and regulatory agencies in Brazil. In: S. ROSE-ACKERMAN, S.; LINDSETH, P. (Ed.). *Comparative administrative law*. Edward Elgar, 2010.

QUAGLIA, Lucia. An integrative approach to the politics of Central Bank independence: lessons from Britain, Germany and Italy. *West European Politics*, v. 28, n. 3, 2005.

\_\_\_\_; SPENDZHAROVA, Aneta. Post-crisis reforms in banking: regulators at the interface between domestic and international governance. *Regulation & Governance*, v. 11, n. 4, 2017.

RAPOSO, Eduardo de Vasconcelos; KASAHARA, Yuri. Instituições fortes, moeda estável e Banco Central do Brasil autônomo. *Dados*, v. 53, n. 4, 2010.

ROCHA, Jean Paul Veiga da. *A capacidade normativa de conjuntura no direito econômico: o déficit democrático da regulação financeira*. Tese (doutorado) — Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

SANTOS, Fabiano; PATRÍCIO, Inês. Moeda e Poder Legislativo no Brasil: prestação de contas de bancos centrais no presidencialismo de coalizão. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, v. 17, n. 49, 2002.

SCHAPIRO, Mario G. Ativismo estatal e industrialismo defensivo: instrumentos e capacidades na política industrial brasileira. *Texto para Discussão* (IPEA, Brasília), v. 1856, 2013.

\_\_\_\_. Discrecionalidade desenvolvimentista e controles democráticos: uma tipologia dos desajustes. *Revista Direito GV*, v. 12, 2016.

\_\_\_\_. Legalidade ou discrecionalidade na governança de bancos públicos: uma análise aplicada ao caso do BNDES. *Revista de Administração Pública* (Impresso), v. 51, 2017.

\_\_\_\_; PEREIRA, Saylon P. Developmental state with neoliberal tools: a portrait of the Brazilian housing financial system. *The Law and Development Review*, v. 12, p. 457-493, 2019.

SILVA, Mariana Batista da. Independence after delegation? Presidential calculus and political interference in Brazilian regulatory agencies, *Brazilian Political Science Review*, v. 5, n. 2, 2011.

SOLA, Lourdes; KUGELMAS, Eduardo. Crafting economic stabilization: political discretion and technical innovation in the implementation of Plano

Real. In: WHITEHEAD, Laurence; SOLA, Lourdes (Org.). *Statecrafting monetary authority*. Democracy and financial order in Brazil. Oxford: Center for Brazilian Studies, 2006.

TAYLOR, Matthew. Institutional development through policy making: a case study of the Brazilian Central Bank. *World Politics*, v. 61, n. 3, 2009.

THATCHER, Mark. The third force? Independent regulatory agencies and elected politicians in Europe. *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, v. 18, n. 3, jul. 2005.

\_\_\_\_; SWEET, Alec Stone. Theory and practice of delegation to non-manjoritarian institutions. In: \_\_\_\_; \_\_\_\_\_. *The politics of delegation*. Londres: Frank Cass, 2003.

WALTER, Andrew. From developmental to regulatory state: Japan's new financial regulatory system. *Pacific Review*, v. 19, n. 4, p. 405-428, 2006.

\_\_\_\_. *Governing finance: East Asia's adoption of international standards*. Cornell University Press, 2008.

WOOD, B. Dan; WATERMAN, Richard W. The dynamics of political control of the bureaucracy. *The American Political Science Review*, v. 85, n. 3, p. 801-828, 1991.

YEUNG, Karen. The regulatory state. In: BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin (Ed.). *The Oxford handbook of regulation*. Oxford University Press, 2010.