

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

MARIANA ARAUJO COUTO

**A TEORIA DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL: CONFLITOS TEÓRICOS
E ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO**

Porto Alegre

2014

MARIANA ARAUJO COUTO

**A TEORIA DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL: CONFLITOS TEÓRICOS
E ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Leonardo Xavier da Silva

Porto Alegre

2014

MARIANA ARAUJO COUTO

**A TEORIA DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL: CONFLITOS TEÓRICOS
E ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Leonardo Xavier da Silva

Aprovada em: Porto Alegre, _____ de _____ de 2014.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Leonardo Xavier da Silva – Orientador

Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima - UFRGS

Prof. Dr. Flávio Tosi Feijó – UFRGS

Agradecimentos

Aos meus pais, Pedro e Solange, destino o meu maior agradecimento pela total dedicação e pelo exemplo de caráter, força e generosidade que sempre me passaram. Esta conquista é fruto do incentivo e do amor incondicional de vocês. Agradeço à toda a minha família, pelo apoio e pelos cuidados que, com amor, me concederam.

Também agradeço a todos os professores da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, pelo auxílio na formação pessoal, profissional e acadêmica de seus alunos e pela transmissão de suas experiências e conhecimentos. Agradeço, especialmente, ao professor Leonardo Xavier pelo grande apoio na estruturação deste trabalho e pela imensa disponibilidade e interesse com que sempre me orientou.

A todos os meus amigos, agradeço pelos sorrisos, pela companhia e pela alegria de viver que me transmitem. Obrigada por terem compreendido a minha ausência e o meu silêncio, em alguns dias, e terem sempre apoiado e entendido o meu objetivo. Aos colegas e amigos da UFRGS, agradeço pelo companheirismo, pelo apoio e pelas conversas e cafés compartilhados.

Enfim, agradeço a Deus e à vida por todas as boas oportunidades, e também pelas lições, colocadas em meu caminho.

Resumo

O objetivo deste trabalho consiste em analisar, do ponto de vista teórico, a discussão acerca da Teoria da Independência do Banco Central, de forma a confrontar as visões da Escola Novo-Clássica e da Escola Pós-Keynesiana. Após a exibição dos argumentos teóricos sobre o assunto, apresentam-se as formas de mensuração da discutida independência. Além disso, objetiva-se analisar a situação do Brasil diante da adoção do Regime de Metas de Inflação, com o propósito de mensurar, através de revisões bibliográficas, o grau de autonomia conferido ao Banco Central do Brasil.

Palavras-chave: Banco Central; Independência; Política Monetária; Brasil; Macroeconomia.

Abstract

The purpose of this work is to analyze the Independence of Central Bank Theory, aiming to confront different point of view of New Classical and Post-Keynesian Schools. After exposing theoretical arguments about this theme, the way of measuring the Central Bank independence are shown. Furthermore, the objective is to analyze the situation of Brazil, against Inflation Target System, with the purpose of measure, through bibliographic review, Brazilian Central Bank independence degree.

Key words: Central Bank, Independence; Monetary Policy; Brazil; Macroeconomics.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
2 ASPECTOS TEÓRICOS BÁSICOS.....	11
2.1 O PAPEL DA POLÍTICA MONETÁRIA.....	11
2.2 FUNÇÕES DO BANCO CENTRAL E OS INSTRUMENTOS DE CONTROLE MONETÁRIO.....	14
3 A TEORIA DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL	18
3.1 DEFINIÇÃO	18
3.2 MENSURAÇÃO DO GRAU DE INDEPENDÊNCIA.....	25
3.3 A ESCOLA NOVO-CLÁSSICA E A DEFESA DE UM BANCO CENTRAL INDEPENDENTE	32
3.4 A ESCOLA PÓS-KEYNESIANA E A CRÍTICA À TEORIA DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL.....	38
4 ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO	50
4.1 AS METAS DE INFLAÇÃO E A DEFESA DA AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL.....	50
4.2 CRÍTICAS À INDEPENDÊNCIA DO BACEN	59
4.3 MENSURAÇÃO DA INDEPENDÊNCIA LEGAL DO BACEN	63
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	67
Referências	71

1 INTRODUÇÃO

A estabilização de preços vem sendo considerada um dos mais sérios objetivos das instituições responsáveis pelo controle das políticas monetárias, tendo em vista a ideia, aceita por grande parte da sociedade, de que ambientes com altas taxas de inflação afetam de maneira negativa as relações econômicas, desestimulando investimentos e provocando um cenário desfavorável ao desenvolvimento do país. Infere-se, a partir de então, que altas taxas de variação nos níveis de preços provocam perda de competitividade e comprometem uma extensa série de variáveis macroeconômicas, como taxas de desemprego, concentração de renda, nível de investimentos e aceleração do crescimento econômico.

Segundo Mendonça (2003), o período anterior à década de 1970 foi marcado pela forte influência do pensamento keynesiano na condução das políticas econômicas, prevalecendo a ideia de que a política monetária deveria ser conduzida de forma a reduzir o desemprego e garantir o crescimento da economia. De forma alguma a inflação foi descartada como um dos principais objetivos da política monetária, no entanto, é importante lembrar que esta, no período citado, não apresentava grandes ameaças ao equilíbrio macroeconômico.

Contudo, aspectos como o choque do petróleo e o fim do sistema Bretton Woods, no período 1971-1973, contribuíram com o afastamento da estrutura estabelecida para a condução das políticas econômicas. Além disso, o surgimento do conceito de expectativas racionais e as traumáticas experiências de inflação elevada nos anos 1980 e 1990 em uma série de países, trouxeram novas discussões acerca dos instrumentos para o alcance da estabilidade de preços. (MENDONÇA, 2003)

Dentro deste contexto, admite-se que a polêmica em torno da independência das autoridades monetárias tenha surgido no final de 1970, como afirmam Alesina e Summers (1993), a partir de inúmeros estudos publicados, nesta época, sobre o

trade-off existente entre inflação e desemprego. O trabalho de Kydland e Prescott, *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, de 1977, é citado como um dos precursores deste debate.

A partir deste debate, surge o argumento de que a estabilidade de preços deve ser garantida por um banco central que esteja livre das pressões e influências políticas do governo, dado que isto garantiria uma política monetária livre de viés inflacionário. Assim, a Teoria da Independência do Banco Central traz em sua proposta a ideia de que a autoridade monetária deve possuir independência de objetivos e de instrumentos e que, além disso, a escolha de seus dirigentes, bem como as demissões, devem estar totalmente desvinculadas das escolhas do poder Executivo. Neste sentido, a Teoria da Independência do Banco Central busca garantir que o objetivo da política monetária seja, exclusivamente, perseguir a estabilidade dos preços (CROCCO; JAYME JR., 2003). Alguns dos principais defensores desta teoria são Alex Cukierman, Steven B. Webb, Bilin Neyapti, Charles Goodhart, Alberto Alesina, Lawrence H. Summers, entre outros.

No entanto, contrapondo a Teoria da Independência do Banco Central, estão as ideias defendidas pela heterodoxia, a qual afirma necessária a coordenação de todas as formas de políticas econômicas de forma a garantir resultados sobre todas as variáveis reais, incluindo taxa de desemprego e produção, não inseridas como objetivo pelos ortodoxos. Além disso, não há consenso em relação à proposição de que a independência do banco central traz, de fato, ganhos de credibilidade. A principal crítica às ideias ortodoxas vem da Escola Pós-Keynesiana, representada por economistas como Joan Robinson, Nicholas Kaldor, Paul Davidson, Hyman Minsky, Richard Kahn, Jan Kregel, Sidney Weintraub e outros. (FREITAS, 2006)

No Brasil, a Teoria da Independência do Banco Central tem sua discussão alinhada ao fato do país ter optado pela adoção do Regime de Metas de Inflação, no final dos anos de 1990, garantindo que o Bacen (Banco Central do Brasil) obtivesse mais autonomia na execução da política monetária para alcançar estas metas. Para Corazza (2005), o debate sobre a independência do Banco Central do Brasil está

longe de ter um ponto final, dado que o seu estatuto final continua em discussão até os dias de hoje.

A importância deste tema se dá na medida em que se observa o problema da inflação como uma das principais preocupações tanto no Brasil, quanto em vários outros países desenvolvidos e em desenvolvimento. Em 2014, este debate veio à tona novamente no Brasil em razão das propostas dos candidatos à presidência da República, em época de eleição. Questiona-se, a partir disto, se a independência dos bancos centrais garantiria, de fato, maior equilíbrio na economia.

O objetivo principal deste trabalho é apresentar uma revisão bibliográfica acerca das diferentes visões sobre a Teoria da Independência do Banco Central apresentadas pela Escola Novo-Clássica e Pós-Keynesiana e, a partir destas, efetuar a análise da experiência brasileira a partir da adoção do Sistema de Metas de Inflação.

Dentro deste propósito, o segundo capítulo desta monografia consiste na apresentação teórica a respeito do papel do Banco Central e das políticas monetárias na economia, de forma a apresentar os seus conceitos, suas funções e seus instrumentos de política, com base na bibliografia estudada.

Na sequência, o terceiro capítulo consistirá na definição da Teoria da Independência do Banco Central, explicitando o seu conceito e suas principais propostas. Serão expostas, além disso, as diferentes visões sobre o tema abordado a partir das contribuições de autores pós-keynesianos e novo-clássicos, apresentando as principais defesas e críticas a respeito do assunto. Também será abordada, nesta terceira parte do trabalho, a forma de mensuração da independência dos bancos centrais, baseada em revisões bibliográficas dos principais autores desta teoria.

Finalmente, o último capítulo deste trabalho compreenderá uma revisão bibliográfica acerca das políticas utilizadas pelo Banco Central do Brasil a partir da adoção do sistema de metas de inflação. Serão abordados os efeitos da adoção da

independência do Banco Central do Brasil, considerando o cenário atual do sistema financeiro do país, através da apresentação da defesa e das críticas referentes a este assunto. Além disso, é proposta a mensuração da autonomia concedida ao Bacen no período de 1950 à 2003, baseada nos trabalhos de Cukierman, Webb e Neyapti (1992) e de Arnone, Laurence e Segalotto (2006).

A fundamentação teórica baseia-se na revisão bibliográfica dos trabalhos de diversos autores, tanto os defensores quanto os que destacam de forma crítica a Tese de Independência do Banco Central, bem como na análise de teoremas, equações e observações que buscam explicar a consistência teórica da Teoria da Independência do Banco Central. O objetivo principal desta revisão bibliográfica compreende a observação das teorias e argumentos das diferentes escolas de pensamento econômico sobre o tema em destaque. .

A importância desta discussão para a compreensão da teoria macroeconômica e para a realidade empírica da macroeconomia brasileira e mundial justifica a escolha do tema a ser apresentado.

2 ASPECTOS TEÓRICOS BÁSICOS

Tendo em vista a perfeita compreensão do tema abordado, a Teoria da Independência do Banco Central, é necessário que sejam apresentadas brevemente as noções de alguns conceitos considerados básicos pela macroeconomia moderna. Neste breve capítulo, serão expostos alguns aspectos teóricos básicos - como o conceito e a função da política monetária, a importância do banco central e os instrumentos de controle monetário utilizados na busca dos objetivos econômicos - que servirão como base da discussão proposta nos capítulos posteriores.

2.1 O PAPEL DA POLÍTICA MONETÁRIA

Tendo como meta a perfeita compreensão do conceito de política monetária é necessário, primeiramente, que se entenda o conceito básico do termo “política macroeconômica”. Define-se por política macroeconômica todos os métodos e estratégias formuladas por um governo de forma a permitir o alcance de seus objetivos para a macroeconomia – seja esse o aumento do produto, a redução do índice de preços, o aumento da oferta de empregos, distribuição de renda ou o equilíbrio do balanço de pagamentos - de maneira eficiente e garantir a satisfação das expectativas dos agentes econômicos.

A Política Monetária compreende uma parte das políticas macroeconômicas utilizadas pelo governo que, aliada à política cambial, fiscal e de rendas, busca atingir os principais objetivos econômicos do país, que se resumem basicamente em promover – de forma eficaz - o crescimento econômico, além de equilibrar as variações nas taxas de inflação, desemprego e distribuição de renda e o volume de transações com o exterior.

Da mesma forma, Hubbard e O'Brien (2010) definem em seu trabalho que política monetária trata-se do conjunto de ações tomadas por um Banco Central com o objetivo principal de gerenciar a oferta de moeda e as taxas de juros. Tais ações teriam o fim de perseguir objetivos da política macroeconômica vigente.

A política monetária tem influência sobre as taxas de juros, a quantidade de crédito e a oferta de moeda e estes, por sua vez, têm impacto sobre o mercado financeiro, sobre o produto agregado e sobre a inflação, como citado por Mishkin (1998). Aliado a isso, temos que:

A maioria dos macroeconomistas afirma que as alterações da política orçamentária do governo e da política monetária do banco central geram um efeito, grande e previsível, sobre a tendência geral da produção, dos preços, do comércio internacional e do emprego. Alguns macroeconomistas afirmam que o governo deve administrar a política orçamentária e monetária de modo que influa na tendência geral da economia; outros acham que as relações entre política e economia são tão imprevisíveis e instáveis, que não oferecem uma base segura para “administrar” a economia. (SACHS; LARRAIN, 2000, p.4)

Desta forma, tem-se que é através do controle da oferta de moeda e das taxas de juros que a autoridade monetária de um país, o Banco Central, procura garantir que os objetivos gerais do governo a respeito das políticas econômicas deste país sejam, de fato, atingidos. O Banco Central é, portanto, a autoridade responsável pela realização das políticas monetárias na maioria dos países.

Segundo DeBelle (1997), é através do comprometimento do Banco Central apenas com a estabilidade de preços que se atinge o objetivo principal da política monetária: a manutenção da estabilidade econômica. Acrescenta-se que:

O interesse básico da política é promover a estabilidade e o crescimento econômico com inflação baixa. Com esta finalidade, as taxas de juros e os agregados monetários são alvos intermediários que os responsáveis pela política procuram controlar para influenciar nos alvos finais, que são variáveis como produção, emprego e inflação. (SACHS, LARRAIN, 2000, p.292)

Conforme escreveram Sachs e Larrain (2000), ainda existem países que não possuem Banco Central ou, quando possuem, estes não dispõem de autoridade para imprimir a moeda nacional. Exemplos desta situação são os bancos centrais da Libéria e do Panamá, que não têm autoridade para a impressão de moeda, pois nestes países a moeda oficial é o dólar. Nestas nações, os governos têm pouco ou nenhum controle sobre a oferta monetária interna e, conseqüentemente, sobre a política monetária.

Com o passar do tempo, algumas ideias sobre o papel da Política Monetária na economia passam a ser discutidas. Conforme Mishkin (1998), antes do século XX a principal característica das políticas econômicas, em especial a americana, era a hostilidade em relação à centralização da autoridade, o que gerava uma grande oposição ao estabelecimento de um banco central único. Temia-se que os interesses financeiros de grandes empresas e de bancos privados pudessem manipular o Banco Central. O Banco Central americano (Federal Reserve System), considerado a instituição de política monetária mais importante do mundo, foi criado somente em 1913.

Segundo Corazza (2006), o Brasil foi um dos últimos países do mundo a criar um Banco Central, tendo este processo de criação durado nada menos que 20 anos¹. Semelhante ao caso americano, havia resistência de vários setores da economia (setor urbano, industrial, agrícola e alguns banqueiros), que receavam que a criação de um banco central dificultasse a emissão de moeda, utilizada com o objetivo de suprir deficiências do sistema fiscal.

Em meados da década de 1970, o foco destas políticas estava no controle do estoque de moedas na economia e, conseqüentemente, da liquidez geral do sistema econômico. Esta primeira afirmação baseava-se no pensamento da Escola Monetarista. Anos mais tarde, sob forte influência da Escola Keynesiana, passou-se a considerar as ações do Banco Central relacionadas à definição da taxa nominal de juros como política monetária para estabilização da economia.

¹ Segundo CORAZZA (2006), o processo de criação do Banco Central do Brasil levou 20 anos, levando-se em consideração a criação de seu primeiro embrião no ano de 1945, a Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), até a criação do banco central, em 31 de dezembro de 1964. Ainda conforme o autor, foram necessários mais 22 anos para que este se tornasse a única instituição monetária do país, visto que o Banco do Brasil também possuía algumas funções de banco central mesmo após a criação do Bacen (Banco Central do Brasil). Com a promulgação da Constituição de 1988, o Bacen passa a ser a única autoridade monetária do Brasil, porém, a forma final de seu estatuto ainda é discutida no Congresso Nacional, onde são debatidas as questões sobre sua independência.

2.2 FUNÇÕES DO BANCO CENTRAL E OS INSTRUMENTOS DE CONTROLE MONETÁRIO

Em todo o mundo, os bancos centrais são considerados as instituições mais importantes que atuam nos mercados financeiros, visto que são estas as autoridades responsáveis pela política monetária. Todas as políticas e ações coordenadas pelo banco central têm influência, direta ou indireta, sobre variáveis econômicas importantes como a oferta e a demanda por moeda, as taxas de inflação e de juros, o crédito, as transações com o exterior e o PIB. Por este motivo, torna-se fundamental o conhecimento das funções desempenhadas pelos bancos centrais e o seu papel diante o mercado financeiro.

Segundo o Banco de Pagamentos Internacionais (*Bank of International Settlements – BIS*), banco central é a instituição de um país a qual se tenha confiado o dever de regular o volume de dinheiro e de crédito da economia. Essa atribuição dos bancos centrais geralmente está associada ao objetivo de assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda nacional. Além disso, a maior parte dos bancos centrais também tem como missão promover a eficiência e o desenvolvimento do sistema financeiro de um país. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2014, p.3)

Conforme Lopes *et al.* (2011), além de obter o monopólio da emissão de papel moeda, o banco central também desempenha as seguintes funções: banco dos bancos, banqueiro do governo (Tesouro Nacional) e depositário das reservas internacionais do país.

Como banco dos bancos, o banco central possui papel regulador e fiscalizador sobre os agentes que constituem o sistema financeiro nacional já que, como citado acima, um dos principais objetivos deste é zelar pela estabilidade econômica. Esta função também se refere ao fato de o banco central receber reservas voluntárias e compulsórias de bancos comerciais e conceder empréstimos de redesconto evitando, assim, problemas de insuficiência de caixa e garantindo a liquidez no sistema financeiro. Além disso, em casos de problemas de liquidez, o banco central torna-se prestador de última instância. (LOPES *et al.*, 2011, p. 74)

Na função de banqueiro do governo, o banco central atua na medida em que recebe depósitos e realiza empréstimos ao Governo, além de carregar títulos públicos. (LOPES *et al.*, 2011, p. 74)

O banco central também atua no mercado cambial, através dos depósitos das reservas internacionais. Assim, nesta função, o banco central mantém um estoque de moedas estrangeiras (reservas internacionais) a fim de regular o fluxo destes ativos a partir de sua compra ou venda a instituições financeiras escolhidas. (LOPES *et al.*, 2011, p. 74)

A partir das principais funções relacionadas aos bancos centrais, temos que estes utilizam uma série de “instrumentos” para a execução das políticas monetárias e para o controle do sistema financeiro. Segundo Lopes *et al.* (2011), os três principais instrumentos de controle monetário disponíveis ao banco central são as reservas compulsórias, a política de redesconto e as operações de *open-market*.

Ao que diz respeito ao primeiro instrumento citado, as reservas compulsórias, temos que estas são nada menos que a regulação - por parte do banco central - do volume de recursos que ficará disponível aos bancos comerciais para fins de crédito. Conforme mencionado por Lopes *et al.* (2011), a porção de reservas compulsórias tomadas pelo banco central como uma proporção dos depósitos à vista são necessárias, entre outras atribuições, como garantia de segurança mínima e liquidez ao sistema bancário.

As reservas compulsórias também afetam a dimensão do multiplicador monetário (ou multiplicador dos meios de pagamento), que é determinado pelo valor total das reservas. Ou seja, as reservas compulsórias somadas a fundos extras captados pelos bancos comerciais, identificados como excesso de reservas (ou reservas voluntárias).

As operações de redesconto tratam-se dos empréstimos concedidos pelo banco central aos bancos comerciais. Conforme Lopes *et al.* (2011), a taxa de juros de redesconto é a taxa de juros cobrada na concessão destes empréstimos, que também pode ser utilizada como forma de sinalizar as taxas de juros a serem

praticadas pelo mercado e como forma de determinar a disposição dos bancos à liquidez.

Se a taxa cobrada pelo Banco Central estiver muito acima da taxa de empréstimo dos bancos (de mercado), estes se mostrarão muito mais cautelosos na concessão de crédito, para limitarem o risco de ter de recorrer ao Bacen. Por outro lado, se a taxa cobrada estiver abaixo do mercado, é interessante para os bancos expandirem suas operações de crédito ao limite, inclusive tornando-se ilíquidos, e recorrerem aos empréstimos do Banco Central, obtendo um ganho nesta operação (a diferença entre a taxa que aplicou os recursos e a taxa paga ao Bacen). (LOPES *et al.*, 2011, p. 78)

As operações de *open-market*, por sua vez, são os leilões promovidos pelo banco central junto aos bancos comerciais com o objetivo de vender ou comprar Títulos Públicos Federais. Assim, conforme reporta Lopes *et al.* (2011), a venda de títulos públicos acontece quando a meta do banco central é retirar moeda de circulação, contraindo a base monetária. De outra forma, se o objetivo da política for a expansão monetária, o banco central comprará títulos públicos existentes no mercado no sentido de ampliar a base monetária do país.

Os autores ainda citam que, além dos principais instrumentos de política monetária anteriormente mencionados, as normas adotadas pela regulamentação de mercado também podem ter efeitos significativos no controle monetário, na medida em que afetam o grau de liquidez da economia. Além disso, o banco central ainda pode valer-se de medidas de persuasão, com o propósito de atingir o comportamento dos bancos comerciais. Tais ações referem-se a advertências ou mesmo ameaças envolvendo dificuldades na captação de recursos provenientes do redesconto, por exemplo.

É relevante destacar ainda que as abordagens acerca do controle monetário variam de acordo com a política de cada país. Como exemplificado por Sachs e Larrain (2000), a Inglaterra estabelece sua política monetária de modo a controlar uma variante de $M3^2$ por meio das taxas de juros, ou seja, o Banco da Inglaterra

² Os agregados monetários são as principais medidas quantitativas que caracterizam a oferta de moeda. Conforme Sachs e Larrain (2000), geralmente os agregados monetários classificam-se em M1, M2, M3 e M4. Portanto, o agregado M1 refere-se à moeda em poder do público, aos saldos das

aumenta ou reduz a sua taxa de juros com base no crescimento da variável M3. Já no caso do Banco Central do Brasil e do Fed (Federal Reserve System), o Banco Central Americano, a principal política de controle monetário adotada refere-se a operações de *open-market*. Portanto, para estes, o controle monetário consiste na retirada ou na inserção de moeda na economia através da compra ou venda de títulos públicos, respectivamente.

Apresentados os conceitos básicos relacionados à política monetária e ao banco central, é importante salientar que estes serão mantidos como base de todas as discussões expostas neste trabalho, visto que a partir destes aspectos básicos formam-se diferentes teorias e opiniões sobre a forma como as políticas devem ser conduzidas. As diferentes visões adotadas ao longo do tempo em relação a política monetária serão apresentadas e discutidas nos capítulos seguintes.

contas correntes, aos cheques e a outros depósitos que podem ser movimentados com cheques. O agregado M2 compreende os ativos de M1 somados a depósitos nas contas de poupança e do mercado monetário, que são considerados menos líquidos por permitirem um número reduzido de saques por mês. Em M3 são somados todos os ativos de M1 e M2 aos certificados de depósito (CDs). Já M4 inclui, além dos ativos citados para os agregados anteriores, os títulos privados (depósitos a prazo e letras de câmbio).

No entanto, é necessário confrontar estas informações com as reformulações apresentadas pelo Banco Central do Brasil a partir de julho de 2001, onde o conceito de M1 é dado por instituições emissoras de haveres estritamente monetários, M2 trata-se da união de M1 aos outros tipos de emissões de alta liquidez realizadas por instituições depositárias. Já M3 corresponde ao M2 aliado à captações internas através de fundos de renda fixa e das carteiras de títulos relacionados à Selic. M4, por sua vez, engloba os conceitos de M3 aliado a títulos públicos de alta liquidez. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2001, p.2)

3 A TEORIA DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL

O capítulo central deste trabalho tem foco na exposição dos pontos chave da discussão proposta. Será apresentada a Teoria da Independência do Banco Central, a qual será debatida nesta monografia, suas formas de mensuração, bem como as duas principais visões sobre o tema: a visão novo-clássica, que propõe e defende a independência dos bancos centrais, e a visão pós-keynesiana, a qual argumenta de forma crítica à teoria novo-clássica, propondo uma diferente linha de pensamento.

3.1 DEFINIÇÃO

Afirma-se que as discussões referentes à independência do banco central tem origem no final dos anos 1970, após a publicação de uma série de artigos que promoveram um importante debate sobre as dificuldades enfrentadas pelo governo diante do *trade-off* existente entre taxas de inflação e desemprego, conhecido como a curva de Phillips. Anteriormente, a gestão da política monetária e a discussão acerca das funções e independência do banco central não eram consideradas relevantes.

Nas décadas seguintes, principalmente nos últimos anos da década de 1980 e durante os anos 1990, este debate tomou força devido ao fato de um grande número de países anunciarem uma série de alterações em seus sistemas financeiros de modo a conceder maior autonomia aos seus bancos centrais. A partir deste cenário, muitos trabalhos teóricos e empíricos foram publicados indicando a relação entre a independência do banco central e baixas taxas de inflação. Neste sentido, cabe destacar a ampla literatura existente em prol da Teoria da Independência do Banco Central, a qual podemos citar autores como Alex Cukierman, Steven B. Webb, Bilin Neyapti, Charles Goodhart, Alberto Alesina, Lawrence H. Summers, entre outros.

A Teoria da Independência do Banco Central é apresentada como forma de solução das inconsistências econômicas geradas pelos interesses políticos do governo, os quais teriam viés inflacionário. O principal objetivo desta teoria seria, portanto, reduzir ou eliminar a influência política nas decisões do banco central e, conseqüentemente, na política monetária. O banco central seria convertido, assim, em uma “entidade apolítica”. Deste modo, Carvalho acrescenta de forma crítica:

A independência do Banco Central como condição para a manutenção do poder de compra da moeda parece ser panaceia dos anos 90, como a adoção de regras quantitativas foi nos anos 70 e 80. Muitos aderem à proposta e repetem-na pela imprensa, como receita “científica” para se obter disciplina monetária. Propõe-se que os bancos centrais são instituições definidas por uma função *natural*: garantir a estabilidade do poder de compra da moeda. Assume-se que pressões políticas, no entanto, tendem a desviar a autoridade monetária de sua função natural, subordinando de modo não apenas ilegítimo como também ineficaz ordenação monetária a objetivos de curto prazo, como a sustentação do nível de emprego ou a promoção do crescimento que governos irresponsáveis acreditariam obter através de políticas expansionistas. O sistema monetário seria, assim, algo sério demais para ser deixado aos políticos. A independência do Banco Central asseguraria que a gestão monetária seria exercida acima de jogos políticos. (CARVALHO, 1995, p. 135)

Neste contexto, defensores da Teoria da Independência do Banco Central – tais como Cukierman, Alesina e Summers, por exemplo - sustentam a ideia de que os objetivos das autoridades políticas muitas vezes se confrontam com a principal meta da política monetária: a estabilidade dos preços. O aumento do nível de atividade econômica financiada através de déficit orçamentário pode ser um exemplo deste confronto de objetivos.

Na análise de Freitas (2006) acerca da teoria da independência do banco central temos que os interesses eleitorais dos partidos políticos fazem com que o governo tome medidas “populistas” para melhorar sua imagem. No caso de um banco central dependente, o governo poderia valer-se da emissão monetária para o financiamento de tais medidas.

Assim, em períodos anteriores às eleições, o interesse político tende a criar – através da utilização da política monetária – condições econômicas favoráveis à ascensão de sua imagem diante do público eleitor. No entanto, tais políticas tendem

a exigir ajustes de alto custo no longo prazo devido ao fato de gerarem ciclos econômicos desnecessários e subótimos.

Freitas (2006) destaca que a *rational political business cycles theory* sustenta a tese de que um banco central subordinado ao Tesouro - com horizonte de planejamento finito – possui tendência ao estímulo de políticas instáveis e com viés inflacionário, contrariando a principal responsabilidade de um banco central.

Deste modo, uma forma de combate ao problema de viés inflacionário da política monetária, conforme citado acima, seria a adoção de uma série de regras que levariam os formuladores das políticas a perseguir metas de longo prazo. Normas monetárias ou orçamentárias poderiam inserir maior grau de coordenação política intertemporal entre os governos ao longo do tempo (FREITAS, 2006, p. 274).

Com o propósito de assegurar o cumprimento das regras mencionadas, propõe-se a criação de agências independentes, assim como o banco central, que não estariam sujeitas à pressões e imposições do governo. De acordo com os defensores da Teoria da Independência do Banco Central, a ausência de um banco central independente capaz de guiar-se por regras fixas, apolíticas e impessoais, a administração da economia pelo setor público - através da manipulação do banco central – dirigiria a macroeconomia ao desequilíbrio e à inconsistência. (FREITAS, 2006, p. 274)

Um arranjo institucional para evitar a inconsistência temporal da política econômica seria a concessão de independência do banco central para a formulação da política monetária. A principal vantagem deste arranjo seria eliminar ou reduzir a influência dos políticos na definição da política monetária. A Independência da autoridade monetária em relação ao poder político contribuiria para a redução dos ciclos, sempre que a designação dos dirigentes do banco central possa estar, de algum modo, separada da conjuntura político-partidária, ou seja, da eleição das autoridades políticas que formulam o programa de ação do setor público. A desvinculação dos mandatos garantiria a harmonização entre os interesses de curto prazo da política econômica com os de médio prazo da comunidade. Implícita nesta argumentação está a ideia de que o banco central independente representaria melhor a opinião nacional “mais permanente” do que as próprias autoridades políticas. (FREITAS, 2006, p.273)

Alesina e Summers (1993) acrescentam ainda que delegar a responsabilidade sobre a política monetária a um agente cuja aversão à inflação é maior do que a aversão da média da sociedade serve como um instrumento de compromisso que permite manter baixas taxas de inflação.

Conforme a análise de Mollo (2003), a estabilidade de preços, que é vista como a principal preocupação do banco central, deve ser mantida através da liberdade da autoridade monetária de três tipos de pressões: do governo, que visa criar moeda para o financiamento de seus gastos; do Congresso, cujos objetivos políticos devem exercer pressão para a geração de mais recursos orçamentários; e dos bancos, os quais estão sujeitos ao controle do banco central no que diz respeito a empréstimos, ao nível de reservas, entre outros fatores.

Deste modo, temos que o grau de independência do banco central é diretamente proporcional ao comprometimento da autoridade política com a manutenção do nível de preços em um patamar estável, tendo em vista o maior caráter conservador do banco central no que se refere à preservação da estabilidade dos preços no longo prazo. Conforme defende o trabalho de Alesina e Summers (1993), sem certo grau de independência política, seria impossível nomear um banco central que fosse mais avesso à inflação do que a maioria dos eleitores, o que é um objetivo socialmente aceitável.

De acordo com a análise de Freitas (2006), a independência do banco central refere-se à sua capacidade no sentido de formular e executar a política monetária sem a intervenção do poder Executivo com o fim de certificar a estabilidade dos preços, mesmo que tal meta contrarie os demais objetivos do governo. Neste contexto, alguns pré-requisitos institucionais são considerados para que se tenha, de fato, a independência proposta. O primeiro pré-requisito diz respeito à incorporação no estatuto do banco central do seu objetivo único e exclusivo de combater a inflação e a determinação de limites para a interferência do Executivo. O segundo pré-requisito defende a existência de regras que fixam mandatos e, assim, dificultam

a demissão dos dirigentes por razões políticas. Já o terceiro aspecto refere-se à existência de patrimônio próprio e liberdade para definir o próprio orçamento.³

A Teoria da Independência do Banco Central é amplamente aceita por escolas de pensamento ortodoxo, em especial pela escola novo-clássica que, baseados em hipóteses como a neutralidade da moeda, formulam suas proposições de política. Assim, tem-se que:

[...] De fato, a hipótese central é a de que um aumento no crescimento da oferta monetária conduz, inevitavelmente, a aumentos de preços, uma vez que a moeda, diferentemente do argumento keynesiano, não é capaz de estimular o produto e a renda no longo prazo. Assim, um Banco Central livre de pressões políticas para se obter menor desemprego no curto prazo, garantiria uma política monetária não inflacionária. A essência teórica deste argumento é de que a moeda é neutra, ou seja, a política monetária não é capaz de atuar para afetar os níveis de produto e emprego, mas tão somente variáveis nominais, especificamente a inflação. garantir uma política monetária cujo objetivo central é o de manter a inflação baixa. (CROCCO; JAYME JR., 2003, p. 6)

De acordo com a citação acima, da hipótese da neutralidade da moeda surgem duas proposições de políticas tipicamente ortodoxas: a primeira refere-se à política monetária ser utilizada exclusivamente como instrumento para a manutenção da estabilidade de preços; já a segunda diz respeito à ideia de que o banco central deveria ser independente de forma a executar a política monetária sem intervenção ou influência das autoridades políticas. Tais características são vistas como base da Teoria Quantitativa da Moeda, amplamente aceita pelos ortodoxos tanto no curto quanto no longo prazo.

Conforme Mollo (2003), é a visão de que a moeda não produz efeitos permanentes sobre a atividade produtiva real – neutralidade da moeda - que leva o pensamento ortodoxo a não reconhecer como relevante o impacto sobre a produção real nem os custos sociais da política monetária e a afirmá-la como fundamental

³ Além dos aspectos institucionais e legais, o grau de independência dos bancos centrais depende ainda de muitos outros fatores, os quais serão discutidos de forma mais específica no decorrer deste capítulo.

para a estabilização do nível geral de preços, único a ser afetado de forma definitiva pelo crescimento da oferta monetária.

Outra característica aceita pela visão ortodoxa refere-se à exogeneidade de criação da moeda, ou seja, sua criação depende apenas do banco central e esta, conseqüentemente, torna-se controlada por ele. Este pensamento torna o controle do nível de preços por meio de um banco central independente algo praticável e, assim, fortalece a defesa da teoria da independência do banco central. De outro modo, visto que – de acordo com o pensamento ortodoxo - é a quantidade de moeda a principal causa da inflação, a autoridade monetária deverá, necessariamente, ser a responsável pelo controle desta, pois possui o controle da oferta de moeda. A partir desta visão, a Teoria da Independência do Banco Central visa garantir que, livre de pressões, o banco central priorize exclusivamente o controle da oferta monetária e, em vista disso, evite a inflação. (MOLLO, 2003, p. 336)

Incorporado nos modelos teóricos defensores da independência do banco central, o regime de metas de inflação é empregado como mecanismo de política anti-inflacionária e passa a ser utilizado em vários países a partir do início dos anos 1990. Como observa Freitas (2006), a aplicação de metas para a inflação na política monetária tem o sentido de reforçar a independência dos bancos centrais na medida em que reduzem as influências de fatores informais e subjetivos, uma vez que a política monetária seria exercida com o intuito de alcançar a meta anunciada previamente. A menção pública das metas e a transparência na administração da política monetária poderiam ainda proporcionar ao banco central uma maior credibilidade bem como assegurar um maior engajamento da economia com a manutenção da estabilidade dos preços.

Em vista disso, o regime de metas de inflação teria a utilidade de reduzir o viés inflacionário relacionado à política econômica, visto que todos os demais objetivos macroeconômicos passam a ser subordinados à principal meta da política monetária, que se trata da manutenção do índice de preços.

Freitas (2006) ainda ressalta que, apesar de um grande número de países terem adotado o regime de metas de inflação a partir dos anos 1990, ainda existe a dúvida, mesmo entre os ortodoxos, se a inflação é uma variável que possa realmente ser prevista e controlada de modo a admitir a definição de uma meta. Além disso, tal dificuldade de previsão tanto no curto quanto no longo prazo está relacionada a dois problemas. O primeiro faz referência à natureza operacional e diz respeito à defasagem temporal que existe entre a ação da política monetária e a resposta da inflação, o que acarreta em uma baixa previsibilidade de comportamento da variável. O segundo aspecto, diretamente ligado ao primeiro, refere-se com à questão da credibilidade do banco central, visto que o hiato temporal anteriormente apontado dificultaria a avaliação do público sobre o real empenho do banco central em atingir a meta anunciada.

Apresentada a teoria, cumpre salientar que os termos “independência” e “autonomia” apresentam algumas diferenças no que diz respeito às regras de conduta de um banco central. Conforme Crocco e Jayme Jr. (2003), a proposta de um banco central independente refere-se à liberdade de estabelecer seus próprios objetivos e instrumentos de política. Já na proposta de autonomia do banco central, a autoridade monetária teria liberdade na utilização dos instrumentos de política monetária, porém estes seriam determinados pelo governo eleito. Em outras palavras, o termo “autonomia” sugere que o banco central ainda estaria sujeito aos objetivos estabelecidos pelas autoridades políticas em exercício de mandato e não estaria independente da orientação política destas.

Muitos autores, como Goodhart (1993), afirmam que o banco central deve ser independente no que se refere à utilização de seus poderes para o alcance de suas metas estatutárias, mas não para escolher tais metas apontando, assim, sua posição voltada à defesa apenas da autonomia do banco central – conforme diferenciado anteriormente. O autor citado como exemplo também considera fundamental e democrático que a autoridade monetária preste contas à sociedade e que as autoridades políticas tenham pleno conhecimento dos objetivos visados pela diretoria do banco central.

[...] De fato, independência e autonomia, não obstante possam ser diferentes do ponto de vista legal, são faces da mesma moeda do ponto de vista da política econômica, uma vez que autonomia do Banco Central coloca a política monetária como tendo um status “superior” ao da política fiscal na condução da política econômica. A descoordenação entre políticas fiscal e monetária subjacente à ideia de autonomia ou independência do Banco Central demonstra que autonomia e independência, não obstante diferentes legalmente, tem o mesmo status teórico. (CROCCO; JAYME JR., 2003, p. 6)

Assim, Crocco e Jayme Jr (2003) destacam através da citação apresentada acima que, apesar desta diferenciação de termos, no ponto de vista teórico autonomia e independência são tratadas de maneira semelhante, visto que ambas destacam a separação na administração das políticas fiscais e monetárias no ambiente econômico.

3.2 MENSURAÇÃO DO GRAU DE INDEPENDÊNCIA

A grande dificuldade enfrentada pelos defensores da Teoria da Independência do Banco Central é a mensuração do nível desta independência em diferentes países. Neste contexto, uma série de características ligadas à relação do banco central e o poder Executivo são analisadas particularmente em cada país. Define-se que:

A Independência política dependerá da relação existente entre o banco central e o poder executivo, do processo de nomeação e demissão da diretoria do banco central, do papel de representantes do governo no conselho do banco central, bem como a frequência dos contatos entre o executivo e o banco. (ALESINA; SUMMERS, 1993, p 153, tradução nossa)

A mensuração do grau de independência de um banco central está diretamente ligada a aspectos legais e institucionais, bem como a fatores menos formais e particularidades associadas a cada país como, por exemplo, sua cultura, as práticas políticas e econômicas aceitas, os conceitos ligados à personalidade do banco central e das autoridades do setor público, entre outros fatores. Este conjunto

de características pode variar a cada país como também alterar-se ao longo de um determinado período, reduzindo ou elevando, desta maneira, o grau de independência dos bancos centrais.

Conforme mencionado anteriormente, a análise de Freitas (2006) conclui que bancos centrais que possuem maior grau de independência possuem autoridades políticas mais comprometidas com a manutenção da estabilidade de preços, dado que a autoridade monetária é, de modo geral, mais conservadora no que diz respeito à pretensão à manutenção da estabilidade e atua com uma visão de longo prazo.

Com relação aos aspectos que determinam a independência de um banco central, Freitas (2006) aponta três pré-requisitos considerados institucionais: a inclusão em estatuto do objetivo único e exclusivo de conter a inflação e os limites para a interferência do poder público; a existência de regras específicas para a fixação de mandatos, que dificultariam a demissão da diretoria por questões políticas; e a existência de patrimônio próprio, bem como a liberdade para definir o próprio orçamento.

Alesina e Summers (1993) destacam em seu trabalho a avaliação do grau de independência do banco central através de dois termos fundamentais: “independência política” e “independência econômica”. A independência política é definida substancialmente como a capacidade do banco central de determinar seus objetivos e instrumentos de política sem que haja intervenção do governo nesta escolha. Esta medida baseia-se em fatores institucionais, tais como a existência de uma diretoria própria ou se esta diretoria é nomeada pelo governo, se representantes do governo estão inseridos na diretoria do banco central, a duração dos mandatos, se é necessária a aprovação do poder público nas decisões de política monetária e se o objetivo da estabilidade de preços é parte explícita e relevante do estatuto do banco central. Já a independência econômica é definida como a habilidade do banco central de utilizar os instrumentos de política monetária sem nenhuma restrição. A limitação mais comum à condução da política monetária é a obrigação do banco central em financiar o *déficit* do governo. Este fator de

independência econômica mede essencialmente o quão fácil é para o governo ter acesso direto ao crédito através do banco central.

Na análise de Rosende (1989), um ponto fundamental de discernimento do grau de independência de um banco central trata-se do mecanismo de designação de sua diretoria, tendo em vista o fato de que uma estrutura diretiva da autoridade monetária totalmente desvinculada do setor público – particularmente no que diz respeito a decisões acerca do período de gestão e à permanência de seus membros – tenderia a elevar o grau de conciliação entre os interesses de curto prazo da política econômica com os interesses de médio e longo prazo da comunidade. A partir da mesma perspectiva, Cukierman, Webb e Neyapti anunciam no início de seu trabalho:

As instituições não são totalmente capazes de evitar resultados indesejáveis ou de assegurar resultados desejáveis, mas a maneira como se alocam as autoridades dentro de um setor público faz com que o resultado de algumas políticas sejam mais prováveis que outros. Um importante exemplo deste princípio diz respeito ao equilíbrio de poderes entre o banco central e os poderes executivo e legislativo. Economistas e profissionais da área da política monetária, em geral, acreditam que o grau de independência que o banco central possui em relação a outras partes do governo afeta a taxa de expansão monetária e crédito e, conseqüentemente, importantes variáveis macroeconômicas, como a inflação e o tamanho do déficit orçamentário. (CUKIERMAN; WEBB; NEYAPTI, 1992, p.354, tradução nossa)

De acordo com Cukierman, Webb e Neyapti (1992) torna-se essencial medir a independência legal do Banco central pois isto indica o grau de independência que os agentes políticos desejam conceder ao Banco Central. Ademais, a grande maioria das tentativas de mensuração do grau de independência do Banco Central baseia-se exclusivamente em aspectos legais e, desta forma, estes tornam-se fundamentais na comparação com estudos prévios.

Cukierman, Webb e Neyapti (1992) ainda alegam que as leis dos bancos centrais diferem em termos de foco, escopo e grau de detalhe. No entanto, muitas das disposições dos contratos do banco central não têm relação direta com a questão de sua independência. Ordenar os bancos centrais de acordo com o seu grau de independência jurídica é, portanto, difícil e requer, inevitavelmente, um julgamento subjetivo.

O estudo realizado por Cukierman, Webb e Neyapti (1992) consiste em um dos índices de mensuração da independência do banco central mais utilizados no mundo. Primeiramente, os autores baseiam-se em dois princípios básicos: a utilização de apenas algumas características legais restritas, mas consideradas precisas; a utilização apenas de informações estabelecidas em lei. Segundo os autores estes princípios básicos auxiliarão na classificação dos bancos centrais por seu grau de independência em várias dimensões legais, valendo-se muito pouco de julgamentos subjetivos e concentrando-se em aspectos concretos da lei. As questões legais foram, assim, organizadas em quatro grupos. O primeiro está relacionado a questões envolvendo a gestão do Banco Central. Já o segundo, engloba questões acerca da política monetária. O terceiro grupo abrange os principais objetivos do banco central. Finalmente, a quarta categoria diz respeito à facilidade em conceder empréstimos ao setor público.

Para a realização deste índice, foram analisadas 16 variáveis legais, classificadas em uma escala de 0 a 1, onde 0 representa o menor grau de independência e 1 representa o maior grau. Para cada grupo apresentado anteriormente, foram utilizados os seguintes critérios, de acordo com Cukierman, Webb e Neyapti (1992):

- a) Bancos centrais cujo mandato do diretor (CEO) é maior e no qual o poder executivo tem menor poder na contratação e na demissão de seus membros são considerados mais independentes;
- b) Bancos centrais que possuem maior autonomia na formulação da política monetária e que são capazes de resistir à influência do executivo, em caso de conflitos de ideias, são classificados com maior independência;
- c) Quanto maior a importância dada ao objetivo de estabilidade de preços em detrimento a outros objetivos que venham a entrar em conflito com o primeiro, maior será a independência do Banco Central.

- d) Classificam-se os bancos centrais que possuem limites mais estreitos para empréstimos ao setor público como mais independentes que os que possuem limites maiores.

A Tabela 1, formulada por Cukierman, Webb e Neyapti (1992), apresenta detalhadamente a composição do índice legal de mensuração do grau de independência do banco central. Através da média ponderada dos resultados dos grupos de questões legais apresentados, é possível chegar a um índice que indica o grau de independência do banco central. Assim, quanto maior o valor encontrado, maior será a independência do banco central em questão. No entanto, é importante salientar que no estudo de Cukierman, Webb e Neyapti (1992) não é possível encontrar qualquer justificativa que especifique o critério utilizado na escolha dos pesos que são atribuídos a cada agregação apresentada na Tabela 1.

Tabela 1 - Variáveis da Independência Legal do Banco Central

Nº	Descrição	Peso	Classificação Numérica
1	Presidência (CEO)	0,20	
	a. Mandato		
	Mais de 8 anos		1,00
	6 a 8 anos		0,75
	5 anos		0,50
	4 anos		0,25
	Menos que 4 anos ou a critério do nomeador		0,00
	b. Quem nomeia o CEO		
	Diretores do BC		1,00
	Conselho do BC, Executivo e Legislativo		0,75
	Legislativo		0,50
	Ministros		0,25
	Um ou dois membros do Executivo		0,00
	c. Demissão		
	Inexistente disposição para demissões		1,00
	Somente por razões não políticas		0,83
	A critério da direção do BC		0,67
	A critério do Legislativo		0,50
	Demissão incondicional possível pelo Legislativo		0,33

	A critério do poder Executivo	0,17
	Demissão incondicional possível pelo Executivo	0,00
	d. O CEO pode ocupar outros cargos no governo?	
	Não	1,00
	Com a permissão do Executivo	0,50
	Não existem regras a respeito	0,00
2	Formulação de política	0,15
	a. Quem formula a política monetária?	
	Somente o Banco Central	1,00
	BC participa, mas tem pouca influência	0,67
	BC apenas aconselha o governo	0,33
	BC não intervém	0,00
	b. Quem tem poder para resolver conflitos?	
	O BC, em circunstâncias definidas por lei	1,00
	O governo, em circunstâncias de políticas não definidas nas metas do BC ou em caso de conflito com o banco	0,80
	Conselho do BC, executivo e legislativo	0,60
	Legislativo, em questões políticas	0,40
	O poder executivo, em questões políticas, sujeito a processos e possível protesto do BC	0,20
	O Executivo	0,00
	c. Papel no orçamento do governo	
	O BC tem papel ativo	1,00
	O BC não influencia	0,00
3	Objetivos	0,15
	Estabilidade de preços é o único objetivo e o BC tem a última palavra em caso de conflito com o governo	1,00
	Estabilidade de preços é único objetivo	0,80
	Estabilidade de preço é apenas um dos objetivos	0,60
	Estabilidade de preço é apenas um dos objetivos, junto a outros objetivos conflitantes	0,40
	Não há objetivos definidos para o BC	0,20
	Os objetivos não incluem a estabilidade de preços	0,00
4	Limites de empréstimo ao governo	
	a. Vantagens (limitações em empréstimos não securitizados)	0,15
	Vantagens não são permitidas	1,00
	Vantagens permitidas (até 15% da receita)	0,67

do governo)		
Vantagens permitidas (superior a 15% da receita do governo)		0,33
Não há limites legais para empréstimos		0,00
b. Empréstimos Securitizados	0,10	
Não são permitidos		1,00
Permitidos (até 15% da receita do governo)		0,67
Permitidos (superior a 15% da receita do governo)		0,33
Não há limites legais para empréstimos		0,00
c. Termos de empréstimos (maturidade, juros, quantidade)	0,10	
Controlado pelo BC		1,00
Especificado na legislação do BC		0,67
Acordo entre o BC e o Executivo		0,33
Definido pelo Executivo		0,00
d. Recebedores de empréstimos do BC	0,05	
Apenas o Governo Federal		1,00
Todos os níveis de Governo		0,67
Todos os níveis de Governo e empresas públicas		0,33
Setor público e privado		0,00
e. Limites de empréstimos definidos em	0,025	
Quantidade		1,00
Quota dos passivos ou capital do BC		0,67
Quota da receita do governo		0,33
Quota dos gastos do governo		0,00
f. Vencimento dos empréstimos	0,025	
Dentro de 6 meses		1,00
Dentro de 1 ano		0,67
Mais de 1 ano		0,33
Sem menção de vencimento na lei		0,00
g. Taxas de juros dos empréstimos devem ser	0,025	
Acima da taxa básica		1,00
Taxas de mercado		0,75
Abaixo das taxas máximas		0,50
Taxas de juros não são mencionadas		0,25
Não há juros para empréstimos ao governo		0,00
h. BC não pode comprar títulos do governo no mercado primário	0,025	
Sim		1,00
Não		0,00

3.3 A ESCOLA NOVO-CLÁSSICA E A DEFESA DE UM BANCO CENTRAL INDEPENDENTE

A Escola Novo-Clássica surge a partir dos anos de 1970 como uma forma de resistência ao pensamento nekeynesiano, dominante até então, e às intervenções do Estado na economia. Conforme apresentado no trabalho de Amorim (2002), a Escola Novo-Clássica nasce a partir de dificuldades ideológicas enfrentadas pelos pensamentos ortodoxos da época. Apesar de o período pós-guerra ter sido considerado os “anos dourados” para a economia - tendo em vista o nível de vida dos trabalhadores, o crescimento e o progresso da tecnologia – o fim dos anos 1960 retratou um cenário de severas transformações no sistema capitalista, onde o crescimento econômico desacelerou-se e os problemas sociais, como o desemprego e a desigualdade, voltaram a fazer parte da realidade da maioria dos países do mundo.

Nesta conturbada realidade de crise e mudança, as críticas ao pensamento econômico nekeynesiano – então reinante – e ao intervencionismo estatal ganharam espaço, engendrando o neoliberalismo como alternativa ao acuado pensamento hegemônico. Questões como o desenvolvimento cederam lugar à busca pela estabilidade econômica. Propostas industriais foram duramente criticadas. (AMORIM, 2002, p.31)

Como cita o trabalho de Freitas (2006), a Escola Novo-Clássica nasce como uma cisão da contrarrevolução monetarista de Milton Friedman em meados da década de 1960 e como oposição à prevalência do pensamento keynesiano neoclássico no pós guerra. Ainda que esta linha de pensamento tenha sua origem no monetarismo e dele provenham várias de suas hipóteses, como a neutralidade da moeda em um longo prazo, os pensamentos novo-clássicos divergem em vários aspectos dessa corrente.

As ideias desta corrente baseiam-se principalmente em conceitos defendidos por economistas clássicos, como León Walras, e são representadas por economistas como Robert Lucas, David Gordon e Robert Barro. Freitas (2006) destaca em seu trabalho que as principais proposições da Escola Novo-Clássica apoiam-se em três pilares centrais:

- a) Os agentes econômicos são racionais e maximizadores, ou seja, possuem conhecimento completo sobre a forma como a economia é exercida. Além disso, otimizam as informações e constroem suas expectativas com base no passado e no futuro.
- b) Afirmação da existência da taxa natural de desemprego, o que sugere que o desemprego existente é voluntário ou friccional⁴.
- c) Hipótese da existência de viés inflacionário derivado do comportamento do setor público. Assim, por razões políticas e geralmente eleitoreiras, o governo tende a buscar resultados, mesmo que transitórios, sobre as variáveis reais da economia.⁵

Neste contexto, Amorim (2002) destaca a difusão do conceito novo-clássico de expectativas racionais como forma de atenuar a tese clássica de informação perfeita, facilitando, assim, explicar os desníveis da economia a partir de choques tanto previstos como imprevistos nos parâmetros econômicos. Com origem nos trabalhos de John F. Muth, entre 1950 e 1960, o conceito de expectativas racionais defende a hipótese de que os agentes formariam suas expectativas utilizando o conhecimento limitado das informações de forma eficiente. Desta forma, as expectativas desenvolvidas pelos agentes tenderiam a coincidir com valores efetivos.

Freitas (2006) acrescenta que, de acordo com esta visão, a hipótese da racionalidade dos agentes possibilita que estes antecipem qualquer ação do governo sobre a economia e, desta forma, neutralizem os efeitos destas intervenções. Logo, os indivíduos têm o conhecimento de que um aumento na oferta monetária, por exemplo, provocará aumento na taxa de inflação, como indica a Teoria Quantitativa

⁴ Segunda os postulados da economia novo-clássica, entende-se por “desemprego voluntário” aquele no qual os agentes optam por não trabalhar, seja pelo objetivo de aumento de lazer, seja pela incapacidade de alguns agentes em aceitar remuneração equivalente à sua produtividade. Já o termo “desemprego friccional” diz respeito a um período de transição da mão-de-obra entre um emprego e outro.

⁵ É importante destacar que este pressuposto básico da teoria novo-clássica influenciará, mais tarde, na formulação da Teoria da Independência do Banco Central.

da Moeda. A ação governamental de aumento na oferta de moeda significaria apenas uma indicação de que os preços e os salários aumentariam e, deste modo, os agentes buscam antecipar-se, elevando preços e salários. No entanto, nada ocorreria com relação ao nível de produção e ao nível de emprego.

Conforme mencionado por Freitas (2006), com o objetivo de adaptar as ferramentas monetaristas à teoria novo-clássica, Lucas criou uma adaptação à Curva de Phillips, que demonstra o nexos entre a taxa de desemprego e o nível de preços da economia. A adaptação ficou amplamente conhecida como a Curva de Lucas e, em detrimento à versão de Milton Friedman, onde os agentes tendem a formular suas expectativas com base em fatos ocorridos no passado (expectativas adaptativas), na versão novo-clássica os agentes otimizam as informações disponíveis de forma a prever corretamente as decisões do governo. A curva de Phillips é, então, vertical pois a taxa de desemprego corrente sempre voltará a ser igual à taxa de desemprego natural.

Somente por meio da adoção de “políticas monetárias surpresa” - ou seja, políticas imprevisíveis aos agentes - o governo poderia obter efeitos reais sobre a economia. Tal surpresa seria causada basicamente pela introdução de alguma nova variável ou por alguma variação muito relevante na amplitude das variáveis já existentes. Para exemplificar esta situação, Freitas (2006) menciona que uma política de expansão monetária poderia resultar na redução da taxa de desemprego no curto prazo, mas com o custo de um aumento na inflação. Contudo, desta política decorrem apenas algumas distorções de curto prazo atribuídas a erros de previsão cometidos pelos agentes. Porém, no momento em que os agentes percebem o erro e ajustam suas posições, a taxa de desemprego corrente voltaria a se igualar à taxa natural de desemprego, reforçando a tese de neutralidade da moeda defendida pelo pensamento ortodoxo.

Desta forma, segundo Freitas (2006), a Escola Novo-Clássica alega que o poder Executivo não deve valer-se de políticas monetárias de forma discricionária. Tais políticas necessitam firmar-se em regras claras e conhecidas com o fim de evitar a criação de um ambiente de incertezas e desconfianças em relação à

conduta do governo. A ausência destas normas implica em riscos de gerar expectativas negativas nos agentes, que geralmente têm como consequência o aumento da inflação. Em outras palavras:

[...] da hipótese da neutralidade da moeda, os economistas novo-clássicos derivam duas proposições de política. Em primeiro lugar, a política monetária deve ter como objetivo exclusivo e explícito a busca da estabilidade dos preços, a partir de regras claras e conhecidas. Em segundo lugar, o banco central deveria ser independente vis-à-vis o Poder Executivo para formular e executar a política monetária, o que evitaria desconfianças com relação ao comportamento do governo e asseguraria a credibilidade da política monetária. (FREITAS, 2006, p. 272)

Conforme Freitas (2006), como forma de evolução ao pensamento apresentado, os trabalhos de cunho teórico posteriores a 1990 assumiram metas de crescimento máximo da inflação (*inflation target*) às quais todas as outras variáveis macroeconômicas estariam submetidas. A adesão ao sistema de metas de inflação fortaleceria, assim, a teoria da independência do banco central defendida pelos novo-clássicos.

Conforme já mencionado anteriormente, Freitas (2006) acrescenta que, segundo as teorias do *political business cycle*, em uma economia onde o governo toma as principais decisões monetárias, os políticos tendem a gerar cenários econômicos favoráveis em períodos que antecedem as eleições que exigiriam ajustes de custo alto em médio e longo prazo. Desta forma, o ciclo político tende a criar ciclos econômicos desnecessários e de alto custo à economia. Estes ciclos também não estariam livres de ocorrer em um ambiente de expectativas racionais, uma vez que as preferências do setor público, aliadas à informações incompletas advindas do setor privado e a articulação de políticas de maneira discricionária, levariam a um viés inflacionário. Em outras palavras, o governo adota políticas econômicas, particularmente política monetária, como forma de atingir objetivos eleitorais, gerando ciclos econômicos.

[...] Com o pressuposto dos agentes racionais, os novos-clássicos deslocaram o foco da discussão para a inconsistência da política econômica definida pelas autoridades políticas que querem se manter no poder. Assim, haveria nas políticas governamentais discricionárias, inclusive na política monetária, um viés inflacionário. Ou seja, no caso da política monetária, a discricionariedade indicaria a existência de um incentivo à utilização de

políticas inflacionárias pelas autoridades monetárias com o intuito de reduzir o desemprego. (FREITAS, 2006, p. 274)

Crocco e Jayme Jr. (2003) especificam em seu trabalho que em uma economia vinculada a este tipo de expectativas, qualquer comportamento discricionário do banco central gera “ruídos” que podem conduzir ao erro os agentes condutores de preço. Os erros fazem com que a credibilidade do banco central diminua e, ainda, produzem efeito sobre as variáveis reais somente no curto prazo. Contudo, no longo prazo a moeda é considerada neutra, isto é, não é capaz de afetar variáveis como o nível de emprego e a renda. Assim, esta premissa justifica ocasionais políticas de juros elevados, pois a taxa de juros, que é a contrapartida de uma política monetária, deve ter a função de conservar os níveis de inflação baixos. Portanto, o ponto central do argumento novo-clássico é que os efeitos de curto prazo sobre variáveis como emprego e renda tendem a desaparecer no longo prazo. Além disso:

[...] a inabilidade dos formuladores de política econômica em se comprometerem com uma política econômica de inflação baixa conduzirá a um crescimento excessivo da inflação. Segundo esses autores, o executivo é incentivado, sistematicamente, a produzir mais inflação através de uma política monetária mais expansiva (com taxas de juros abaixo da taxa de equilíbrio). Em geral, tendem a fazer isso principalmente em períodos pré-eleitorais. Não obstante possam ter sucesso em algum momento com o aumento do emprego e da renda, porque os agentes não esperariam esta atitude do governo, este sucesso ocorre apenas no curto prazo. Como isto, no longo prazo, a política monetária expansionista produziria apenas aumento de preços sem efeito sobre emprego e renda. À medida que o governo vai repetindo esta estratégia, e os agentes não cometem erros sistemáticos, o Banco Central perde credibilidade e a tentativa de aumentar emprego e renda via política monetária não tem nenhum efeito, causando apenas inflação. [...] (CROCCO; JAYME JR, 2003, p.8)

A citação exposta acima expressa a natureza do raciocínio das expectativas racionais, que serviria como base teórica ao pensamento novo-clássico. Crocco e Jayme Jr. (2003) acrescentam ainda que a reputação e a credibilidade dos formadores de política tornam-se pontos centrais do argumento apresentado e apresentam três formas de lidar com este problema:

- a) Fixar regras para a política monetária: nessa situação, o banco central deveria seguir regras previamente estabelecidas na condução das políticas monetárias. No entanto, alguns autores argumentam que o governo

tenderia a quebrar tais regras, principalmente em períodos eleitorais, e estimular políticas monetárias expansionistas que estimulassem a economia em curto prazo.

- b) Currency Board: através desta hipótese, a política monetária deveria tornar-se dependente de um sistema de câmbio fixo, estabelecido pelo banco central. Haveria, neste caso, uma incapacidade do país em elaborar políticas monetárias, já que o volume de moeda em circulação dependeria exclusivamente das reservas de moeda estrangeira. Segundo Crocco e Jayme Jr. (2003), este tipo de sistema seria muito similar ao padrão-ouro, vigente no século XIX.
- c) Independência do Banco Central: neste caso, defende-se confiar a política monetária a um órgão independente do poder executivo e das preferências da sociedade. O objetivo seria manter um banco central totalmente avesso à inflação e livre de influências políticas. A meta do banco central seria exclusivamente a de executar políticas monetárias para a redução dos níveis de preços. A credibilidade e a reputação da economia estariam garantidas através da manutenção destes objetivos.

A análise de Mollo (2003) acrescenta que, para o pensamento novo-clássico, a estabilidade de preços é entendida como a principal tarefa do banco central e, para isto, este precisaria estar totalmente livre de pressões, sejam elas do governo, do Congresso ou dos bancos. Desta forma, a proposta de independência do banco central, bem como a de metas de inflação e da escolha de um presidente do banco central avesso à inflação, caminham em um sentido de garantir a credibilidade e a reputação da economia e, assim, evitar o viés inflacionário. Assim, de acordo com a concepção ortodoxa:

Todas essas prescrições dependem da aceitação da neutralidade da moeda (a curto e longo prazo) e da exogeneidade suposta da sua criação. É em função da neutralidade que tais autores não se preocupam com o custo social dos controles monetários estritos como a proposição de regras e metas monetárias, procurando mostrar que a independência do banco central não implica prejuízo importante para a atividade produtiva real. É ela que, segundo esta concepção, garante o nível geral de preços estável,

requisito para que os preços relativos, vistos como sinais eficientes, possam sinalizar corretamente e permitir movimentos da oferta e demanda Pareto-eficientes. (MOLLO, 2003, p.335)

O estudo de Mollo (2003) afirma ainda que é a convicção de que a moeda é exógena e que sua criação depende exclusivamente do banco central, que torna a defesa da Teoria da Independência do Banco Central algo factível ao pensamento ortodoxo. De outro modo, a autoridade monetária, por ser a responsável pela quantidade de moeda em circulação, torna-se também a responsável pelo controle da inflação. A credibilidade, portanto, passa a ser questão importante, já que garante que os agentes não serão iludidos pela busca de ganhos sobre as variáveis reais no curto prazo, através de inflação surpresa. Assim, temos que “a noção de independência vem então na tentativa de garantir que, livre de pressões, o banco central priorize de fato o controle monetário e, assim, evite a inflação” (MOLLO, 2003, p.336).

No entanto, o pensamento da Escola Novo-clássica e a Teoria da Independência do Banco Central sofrem críticas de escolas vinculadas ao pensamento heterodoxo, em especial a Escola Pós-keynesiana, que apresentam razões que contrapõem a neutralidade e a exogeneidade da moeda e, desta forma, desaconselham a manutenção de um banco central independente. As críticas à Teoria da Independência do Banco Central, bem como os pressupostos básicos do pensamento pós-keynesianos, serão apresentadas a seguir.

3.4 A ESCOLA PÓS-KEYNESIANA E A CRÍTICA À TEORIA DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL

A publicação da *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, por John Maynard Keynes em 1936, representou um marco para a economia mundial, visto que concebe à macroeconomia uma visão de mundo alternativa à estrutura teórica dos clássicos. Segundo Neves (2007), na *Teoria Geral*, os principais axiomas clássicos são rejeitados por Keynes e, como consequência, todas as teorias

derivadas destes axiomas foram negadas. Além disso, a teoria de Keynes sugere uma observação distinta dos fenômenos econômicos, conhecida como economia monetária de produção.

Neste contexto, a Escola Pós-Keynesiana surge, a partir da década de 1970, como reação ao pensamento neoclássico e também como uma proposta de resgate das ideias de Keynes, em sua *Teoria Geral*, que foram em vários momentos interpretadas de maneira equivocada. Como principais defensores desta linha de pensamento destacam-se autores como Joan Robinson, Nicholas Kaldor, Paul Davidson, Hyman Minsky, Richard Kahn, Jan Kregel, Sidney Weintraub, entre outros. No Brasil, Fernando Cardim de Carvalho é conhecido como um dos principais defensores da Escola Pós-Keynesiana.

Em seu trabalho, Freitas (2006) afirma que, ao contrário da corrente keynesiana neoclássica, que propagou a ideia de que a moeda não era importante para Keynes e que apenas a política fiscal possuía eficácia para a economia, a corrente de pensamento pós-keynesiana busca externar a importância atribuída por Keynes à política monetária, “resgatando o seus estudos sobre a moeda e os arranjos institucionais monetários e financeiros que desempenham papel crucial tanto no desenvolvimento, como na instabilidade da economia capitalista” (FREITAS, 2006, p. 278).

Segundo Freitas (2006), o ponto inicial do pensamento pós-keynesiano parte da constatação de que o motor da economia capitalista é a procura de uma riqueza ilimitada, por parte dos agentes econômicos. A moeda, por sua vez, além de meio de conservação da riqueza, serve como unidade de medida e unidade de conta para todas as transações da economia. Deste modo, a alocação dos recursos de forma ótima é traduzida a uma perspectiva de obtenção de lucros que é incerta, tendo em vista hipóteses de irreversibilidade temporal e incerteza. Ou seja, não é possível garantir que as decisões tomadas pelos agentes econômicos serão realmente validadas pelo mercado. Para a Escola pós-keynesiana, o fato de não existirem informações completas e a irreversibilidade temporal condicionam a tomada de decisões dos agentes.

Neves (2007) ainda acrescenta que, para Keynes e os pós-keynesianos, os fundamentos da economia, do ponto de vista da economia monetária de produção, implicam em distintas características, como a preferência por liquidez, a incerteza, a não neutralidade da moeda, a imposição de um sistema de contratos denominados em moeda, o direcionamento da renda para a poupança. Tais características, por sua vez, auxiliam no entendimento da demanda efetiva e do desemprego involuntário e as políticas de cunho fiscal e monetário, além de todas as demais políticas, passam a possuir utilidades diferentes das propostas pela ortodoxia.

Economia monetária de produção é uma economia onde as decisões dos produtores e investidores ocorrem num ambiente de incerteza quanto às expectativas futuras e é caracterizada pela defasagem temporal entre a tomada da decisão e sua efetivação no tempo calendário. Neste contexto, a moeda tem um papel ímpar ao promover um vazamento no fluxo circular da renda quando a preferência por liquidez se eleva, o que resulta na redução do volume das transações características de curto prazo e o comprometimento da acumulação de capital no longo prazo. (NEVES, 2007, p. 41)

A partir do conceito de economia monetária de produção, aponta Neves (2007), os pós-keynesianos trazem para debate a questão da incerteza. Desta forma, como as decisões são tomadas a partir de um ambiente marcado pela incerteza não passível de previsão dos acontecimentos futuros, os agentes fazem suas escolhas com base em suas próprias expectativas e convenções que, quando não são favoráveis, podem induzir a retenção de moeda de forma líquida e não em sua aplicação em ativos ilíquidos. Assim, a preferência de liquidez provoca deficiências na demanda efetiva, gerando desemprego involuntário. Em outras palavras, a retenção da renda (entesouramento) por um extenso período leva à conclusão de que a moeda não é neutra, visto que afeta a taxa de acumulação do capital.

Neste contexto, temos que para os pós-keynesianos a moeda nunca será neutra. Pelo contrário, um aumento da moeda em circulação tende a romper a barreira orçamentária e viabilizar gastos de investimentos que, conseqüentemente, geram aumento na renda, através do efeito multiplicador, e então, são capazes de gerar aumento na taxa de empregos. Desta forma, conforme explica Mollo (2003), assim como o aumento da circulação de moeda pode gerar efeitos positivos, a

contenção monetária pode influenciar de forma negativa as decisões de investimentos tendo em vista o aumento da taxa de juros. Isto explica a afirmação dos pós-keynesianos de que é preciso ter cuidado com as políticas monetárias contracionistas.

Além de preocupados com os efeitos nocivos do investimento que as contenções monetárias têm sobre a atividade econômica e o emprego, os pós-keynesianos chamam atenção para o fato de que, longe de ser exógena, a oferta monetária é endógena, ou seja, dependente de pressões internas da economia. Por um lado, a preferência pela liquidez, em condições de incerteza que prevalecem como norma na economia real, conduz os agentes econômicos em geral e os bancos em particular a se mostrarem por vezes reticentes em comprar ações e ativos financeiros menos líquidos, negando-se assim a financiar os investimentos ou a conceder crédito bancário para tanto, o que inibe o crescimento. Por outro lado, como tais reações são subjetivas, o multiplicador monetário e a velocidade de circulação da moeda são instáveis, o que impede o controle efetivo da autoridade monetária sobre a quantidade de moeda. [...] (MOLLO, 2003, p. 338)

Neste ambiente de incerteza e subjetividade, complementa Mollo (2003), quanto mais inflexível for o caráter do banco central e quanto mais regras existirem para a execução da política monetária, mais dificuldade existirá em relação à compensação da preferência por liquidez e a atender as necessidades da moeda para o funcionamento da atividade produtiva. Isto solicita que a política seja executada através de medidas de sintonia fina, como as medidas discricionárias. Estas têm como objetivo, especialmente, garantir o crescimento que, na visão pós-keynesiana, é afetado de forma permanente pelas condições monetárias.

Freitas (2006) acrescenta que, em um tipo de economia onde a moeda é um ativo desejado, visto que expressa liquidez, as decisões dos agentes sobre a alocação e busca da valorização da riqueza podem gerar desemprego involuntário, pois a demanda por liquidez reduz a demanda efetiva por bens e serviços. A política monetária, para Keynes, deve ser considerada um importante instrumento que gera alterações na produção e reduz o desemprego, pois a moeda é almejada por agentes que buscam liquidez.

Para os pós-keynesianos, “a natureza ambivalente da moeda na economia capitalista moderna faz com que seus efeitos sobre a economia real não sejam

neutros nem no curto nem no longo prazo” (FREITAS, 2006, p. 278). Trata-se a moeda como uma instituição fundamentada em certas regras e convenções, que se desenvolvem conforme as mudanças das práticas sociais. Da mesma forma, segundo Freitas (2006), representa perfeita liquidez e pode ser retida pelos agentes econômicos como uma das formas de acumulação de riqueza.

Na economia capitalista moderna, a moeda está na base de todas as transações econômicas relevantes é uma moeda de crédito de emissão privada, que é criada no momento da concessão do crédito bancário. Os bancos têm o poder, por excelência, de monetizar, no sentido estrito do termo, as obrigações primárias emitidas pelos devedores bancários no momento da concessão do crédito, porque os depósitos à vista, reconhecimentos de dívida emitidos pelos bancos contra si próprios, são utilizados como meio de pagamento para a maior parte das transações econômicas. Entretanto, um banco individual só pode criar moeda enquanto parte integrante de um sistema de pagamento hierarquizado, centralizado e organizado em torno do banco central. (FREITAS, 2006, p. 279)

De outro modo, a moeda bancária ou a moeda de crédito, que surge como moeda privada, tem sua conversão em moeda central ou legal fornecidas pelo Estado através do banco central. É através do banco central que se permite que ativos emitidos pelos bancos (depósitos à vista) possam ser substituídos por moeda legal, isto é, a moeda de curso forçado é considerada, além de unidade de conta, meio de pagamento de todos os contratos econômicos. (FREITAS, 2006, p. 279)

Conforme Freitas (2006), os economistas pós-keynesianos defendem que a eficácia da política monetária como instrumento de controle da oferta monetária e da estabilidade do nível de preços é condicionada pela interação das decisões dos agentes econômicos, sob um ambiente de incerteza. De outro modo, a efetividade da política monetária no sentido de promover o aumento da produção e a redução do desemprego dependerá tanto das ações do banco central, quanto das reações dos bancos, das empresas e dos indivíduos. Em um ambiente de incerteza e irreversibilidade temporal, assim como é o mundo real, torna-se impraticável a previsão das ações dos agentes, o que faz com que nenhum agente participante do mercado conheça as ações dos demais. Assim, não há como afirmar uma convergência para o equilíbrio.

Em um ambiente tomado pela incerteza, acrescenta Mollo (2003), não há como antecipar com perfeição o momento em que os bancos aumentarão sua preferência por liquidez e, por conseguinte, aumentarão o custo dos empréstimos. Da mesma forma, não é possível prever o que ocorrerá em relação a inovações financeiras que, entre outros motivos, surgem para fugir do controle das autoridades monetárias. Portanto, conforme o pensamento pós-keynesiano, o banco central deve intervir na medida em que este contexto vai ficando explícito, acatando as necessidades de controlar tanto a prudência do endividamento, quanto o fornecimento de liquidez, de forma a evitar crises de insolvência generalizada.

Nestas circunstâncias, a concepção pós-keynesiana não concorda, como proposto pela ortodoxia, com a existência de um ponto de equilíbrio estável na economia, nem com a existência de um *trade-off* entre inflação e desemprego. Assim, sob a ótica heterodoxa, não há viés inflacionário ligado à política monetária e, conseqüentemente, não existe arcabouço teórico que defenda a proposta de um banco central independente. (FREITAS, 2006, p. 280)

No que diz respeito às críticas à Teoria da Independência do Banco Central, Carvalho (1995) afirma que uma das maiores fragilidades desta teoria refere-se à tentativa de mensuração de independência e da comparação empírica do conceito de independência com o desempenho da autoridade monetária no combate à inflação. Como já citado anteriormente, as medidas geralmente utilizadas fazem referência a características basicamente administrativas dos bancos centrais. Referem-se à duração dos mandatos da diretoria, se há intervenção do poder executivo na escolha destes diretores, se existem representantes do governo na direção do banco central. A crítica pós-keynesiana afirma que medidas desta natureza são insuficientes para a sustentação de qualquer conclusão. Carvalho contesta a proposta novo-clássica afirmando a ambigüidade destas medidas:

A inexistência de representantes formais do poder executivo na diretoria não esgota os canais de influência que o governo pode ter sobre as suas decisões. A duração dos mandatos efetivamente exercidos pode significar tanto que o poder executivo não tem poderes para substituir diretores do banco central, quanto que diretores são tão subservientes que não surge a necessidade de substituí-los. (CARVALHO, 1995, p. 139)

Ainda de acordo com Carvalho (1995), esta estrutura não garantiria a liberdade do banco central pelo simples fato de que não se consegue evitar articulações informais entre o governo e o banco central. O autor complementa que, mesmo em casos em que há independência formal do banco central, existem circunstâncias onde há conciliação deste com o governo, “[...] normalmente em termos do estabelecimento, em favor deste último, do poder de emitir instruções para a autoridade monetária” (CARVALHO, 1995, p.139) Além disso, o problema em basear-se em componentes puramente formais, como são os que mensuram o grau de independência do banco central, é que seu argumento torna-se essencialmente ambíguo. Nestas circunstâncias, Freitas acrescenta que:

[...] uma das maiores fragilidades da argumentação em prol da independência do banco central reside nas conclusões extraídas dos estudos empíricos que procuram mensurar a independência do banco central e/ou relacionar algum aspecto mensurável e comparativo da noção de independência com o desempenho da autoridade monetária no combate à inflação. Os estudos econométricos, ao exigir uma abordagem mais objetiva da noção de independência, acabam por desconsiderar os diversos elementos qualitativos desse conceito, essencialmente ambíguo. Isso porque, na prática, o comportamento dos bancos centrais e seu relacionamento com o Poder Executivo vão muito além dos aspectos formais incorporados nos modelos. (FREITAS, 2006, p. 281)

Com o intuito de amenizar os questionamentos feitos pelos pós-keynesianos sobre as forma de mensuração do grau de independência dos bancos centrais, a análise novo-clássica recente passa a introduzir em seus modelos instrumentos de prestação de contas – geralmente junto ao Congresso - da autoridade monetária, caso não ocorra o alcance da meta estabelecida. No entanto, como complementam Crocco e Jayme Jr. (2003), os mesmos argumentos utilizados anteriormente podem ser aplicados a esta situação, ou seja, não existem fatores que impediriam o Congresso de aceitar as justificativas da autoridade monetária simplesmente por interesses eleitorais. Desta forma, é possível afirmar que não existem mecanismos formais que realmente possam assegurar a independência ou mesmo a autonomia de um banco central.

Carvalho (1995) também alega que uma análise mais específica acerca do comportamento destas instituições levaria a um cenário diferente no que diz respeito aos fatores operativos realmente decisivos na relação entre o poder executivo e os

bancos centrais. Primeiramente, é necessário o exame do grau de consenso social em torno da questão da estabilidade. Em segundo lugar, é preciso levar em conta a importância de conjunturas específicas na determinação do comportamento de uma autoridade monetária. Bancos centrais não atuam de forma ótima, mas de forma submissa e convergente em ambientes onde suas diretorias são fracas e/ou o poder central está às mãos de lideranças fortes. O autor destaca os casos de Arthur Burns no Federal Reserve e Nixon na presidência, e o de Johnson durante a guerra do Vietnã como exemplos de situações onde a identificação entre o governo e a autoridade monetária claramente suprime a independência mesmo que sua formalidade continue. Além disso, Carvalho critica:

O consenso em torno das virtudes da estabilidade parece ser o elemento fundamental explicando a trajetória de economias como a alemã, em que o banco central é independente e a inflação é baixa, e a japonesa, onde o banco central não tem uma sombra de independência e a inflação também é baixa. Os proponentes da independência parecem inverter os mecanismos realmente operativos, imaginando que uma simples formalidade legal seria capaz de forçar uma efetiva camisa-de-força sobre as forças geradoras de inflação em uma economia como a brasileira. (CARVALHO, 1995, p.140)

Na crítica pós-keynesiana, enfatiza Freitas (2006), também é salientada a importância do contexto histórico para o entendimento da forma como se desenvolveu a institucionalidade monetária e financeira da economia capitalista. Aponta-se que o banco central não se trata de uma instituição apolítica, tendo como função “natural” garantir a estabilidade dos preços, como é proposto pelos defensores da independência do banco central. O exame da evolução histórica que compreende o desenvolvimento dos bancos centrais evidencia que os primeiros bancos centrais, como o Banco da Inglaterra e o Banco da França, por exemplo, passaram a assumir de forma gradual e inter-relacionada as funções que hoje são consideradas características do banco central: banco dos bancos, emissão de moeda legal, banco do governo, prestamista de última instância. A autora argumenta que, de forma contrária ao que sugere a teoria ortodoxa, os bancos centrais não teriam assumido, no início, a incumbência da manutenção da estabilidade do nível

de preços e tampouco foram fixados exclusivamente nesta função, que passou a ter maior importância somente a partir do final dos anos de 1940⁶.

Outro questionamento importante, segundo Freitas (2006), diz respeito à relevância da política monetária. Conforme já mencionado, para a Escola Pós-Keynesiana, a moeda não é neutra e a política monetária pode ter efeitos permanentes sobre variáveis reais da economia, isto é, reflete-se não apenas na inflação, mas na produção e no emprego. Desta forma, não há motivos para reduzir a política monetária ao objetivo único da estabilidade de preços em detrimento do crescimento. Isto não quer dizer, no entanto, que o poder executivo e o banco central devam adotar uma postura irresponsável em relação à inflação.

Conforme Crocco e Jayme Jr. (2003), em uma economia capitalista, onde muitos agentes buscam o aumento de sua riqueza através da posse de diversos tipos de ativos - como bens de capital, ativos fixos, ativos financeiros e até mesmo a posse de moeda – a política monetária é capaz de alterar a rentabilidade de muitos destes ativos. Dependendo desta política, existem casos em que os capitalistas sentiriam a necessidade de aplicar sua riqueza em ativos no qual o aumento de sua oferta não ocasionaria aumento de emprego, como é o caso dos ativos financeiros. Em outras palavras, a política monetária tem a capacidade de possibilitar que a valorização do capital aconteça apenas no “circuito financeiro” e não no “circuito produtivo” (geração de bens e serviços). A política monetária pode, neste sentido, permitir que os agentes econômicos ampliem sua riqueza através de ativos cuja oferta não ocasione aumento da demanda por mão de obra. Segundo os mesmos autores, esta é considerada a lógica do equilíbrio com desemprego keynesiano.

Neste sentido, considerar que a política monetária pode afetar de forma permanente a atividade econômica implica em considerar que a coordenação entre política fiscal e política monetária é necessária. Conforme Crocco e Jayme Jr.

⁶ O Banco Central Alemão, o Bundesbank, deve ser tratado como exceção com relação a este tipo de argumento. Tendo em vista ter sido construído após o traumático processo de hiperinflação na Alemanha, em meados dos anos 1920, havia um consenso social em torno da estabilidade.

(2003), a não coordenação destas políticas poderia acarretar em situações prejudiciais ao desempenho da economia, como exemplificam os autores:

[...] Em primeiro lugar, poderia surgir uma situação de conflito entre a política monetária e a política fiscal. Por exemplo, poderia ocorrer de o executivo estar conduzindo uma política fiscal expansionista, enquanto, no mesmo momento, O Banco Central estaria implementando uma política monetária contracionista. Este cenário, passível de ocorrer em um ambiente com Banco Central Independente/Autônomo, seria extremamente danoso para a economia, uma vez que gera incertezas em relação ao futuro comportamento desta. Um exemplo típico neste caso é o de uma política monetária baseada em taxas nominais de juros elevadas (como o que ocorre no Brasil atualmente) que conduz a um desequilíbrio fiscal estimulado fundamentalmente pelo custo de rolagem da dívida mobiliária. Neste caso, a relação dívida líquida/PIB tende a aumentar, a menos que se produza superávits primários crescentes ou que o PIB cresça acima do crescimento da dívida líquida, o que é virtualmente impossível sob um política monetária contracionista. Torna-se fundamental, neste caso, uma coordenação de políticas onde não haja dominância fiscal (a política monetária sendo determinada pela política fiscal) ou dominância monetária (o inverso), sendo as duas utilizadas, articuladamente, para a obtenção de estabilidade e crescimento. (CROCCO; JAYME JR., 2003, p. 11)

Assim, de acordo com Freitas (2006), a política monetária não pode ser utilizada separadamente das demais políticas econômicas. A articulação das políticas torna-se fundamental ao planejamento das metas macroeconômicas e para o sucesso de várias políticas em atingir tais metas. A política monetária não deve ser separada das demais através de um banco central independente, sob consequência de gerar graves custos sociais, caso ocorra divergências entre as políticas adotadas pelo banco central e as políticas do governo.

Freitas (2006) afirma ainda, que a descoordenação das políticas econômicas pode se transformar em uma fonte de conflito, principalmente se o banco central possui plena liberdade de ação. Mesmo sem ter a estabilidade de preços como objetivo exclusivo, o banco central poderia manter a taxa de juros em um patamar elevado com o objetivo de atrair capital externo – em economias abertas – e desta forma, garantir o equilíbrio do balanço de pagamentos. Por outro lado, o governo pode optar por taxas de juros mais baixas para estimular a produção e o emprego. Caso o banco central resolva agir de forma a ignorar os objetivos da economia de forma geral, a consequência poderá ser a estagnação da economia e o aumento do

desemprego, além do aumento da vulnerabilidade relacionado a maior dependência de recursos externos.

Outra crítica apontada pelos pós-keynesianos sobre a Teoria da Independência do Banco Central diz respeito aos determinantes da inflação, como mostram Crocco e Jayme Jr. (2003). Para o pensamento ortodoxo, a inflação se trata de um fenômeno puramente monetário, onde a quantidade de moeda na economia seria capaz de determinar o nível de preços. A hipótese novo-clássica que valida esta argumentação refere-se ao fato da economia encontrar-se em equilíbrio dinâmico à sua taxa natural de desemprego. Entretanto, esta premissa é altamente questionável. Segundo os autores, a explicação acerca dos determinantes da inflação deve ser buscada através de outra matriz teórica. Entre as diversas explicações para a inflação, destaca-se a proposta que trata este fenômeno como consequência de um conflito distributivo, essencialmente entre capital e trabalho, sobre o excedente gerado na sociedade.

Por último, outro ponto a ser considerado nesta discussão é a instabilidade financeira inerente à economia capitalista. Fixar uma meta exclusiva de estabilidade de preços ao banco central pode dificultar sua ação diante de uma ameaça de instabilidade financeira, posto que há contradição entre as funções de captar moeda e a de prestamista em última instância, como explica Freitas (2006). As crises financeiras, em si, confirmam a importância de um banco central detentor da função de prestamista de última instância e como fonte de liquidez na economia, dado que é o emissor exclusivo de moeda legal.

Dada a posição crítica da economia, a partir da ótica pós-keynesiana, sobre a efetividade da Teoria da Independência do Banco Central é possível observar que as diferenças entre defensores e críticos não está na IBC em si, mas nas bases teóricas em que se apoiam a ortodoxia e a heterodoxia. A tabela a seguir tem o propósito de sintetizar de forma clara as principais diferenças entre as visões novo-clássica e pós-keynesiana em relação à Teoria da Independência do Banco Central.

TABELA 2 – Quadro das Principais Divergências entre a Escola Novo-Clássica e a Escola Pós-Keynesiana

Novos-clássicos	Pós-keynesianos
Moeda é neutra;	Moeda não é neutra;
Decisões tomadas com base nas expectativas racionais;	Decisões tomadas em um ambiente de incerteza;
Existência da Taxa Natural de Desemprego;	Não existe Taxa Natural de Desemprego;
Oferta de moeda é exógena;	Oferta de moeda é endógena;
Defesa da Teoria da Independência do Banco Central;	Não concordam com a Independência do Banco Central;
A influência do governo na política monetária gera viés inflacionário;	Não há viés inflacionário ligado à política monetária;
A estabilidade de preços deve ser o principal, e preferencialmente exclusivo, objetivo do banco central;	A política monetária deve coordenar-se à política fiscal de forma a promover o crescimento de variáveis como produção, renda, investimento e emprego, além de controlar a inflação;
Políticas monetárias contracionistas devem ser utilizadas de forma a atender ao objetivo de controle da inflação;	Contrações monetárias podem influenciar de forma negativa as decisões de investimentos;
A mensuração do grau de independência está relacionada a aspectos legais ligados à constituição dos bancos centrais;	Não existe mecanismo de mensuração que possa garantir que um banco central é realmente independente;

Fonte: elaboração da autora

Com o objetivo de melhor compreender as proposições destas duas correntes distintas, faz-se essencial o estudo de casos empíricos envolvendo o tema da Independência do Banco Central. A análise do comportamento das economias cujo Banco Central obteve independência, bem como a análise do caso brasileiro, serão apresentadas no capítulo que segue.

4 ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO

O objetivo deste capítulo será discutir o caso do Banco Central do Brasil, a fim de expor as ideias favoráveis e as ideias contrárias à adoção do Regime de Metas de Inflação como objetivo de elevar o grau de autonomia do Bacen.

Além disso, será analisada a existência de características de independência em seu sistema de gestão, de acordo com a tabela de mensuração do grau de independência legal dos bancos centrais, elaborada por Alex Cukiermam – conforme exposto no capítulo anterior.

4.1 AS METAS DE INFLAÇÃO E A DEFESA DA AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

O Banco Central do Brasil encontrou uma forte resistência em sua criação e, devido a isto, o Brasil foi um dos últimos países a possuir um banco central. Segundo Corazza (2005), o processo de criação do Bacen levou cerca de vinte anos, dado que foi feito em etapas para que os interesses contrários à sua criação fossem contornados. O primeiro passo deste processo foi a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), no ano de 1945⁷, por meio do Decreto de Lei nº 7.293 do presidente Dutra. A criação da Sumoc pôde ser concretizada graças ao empenho de um grupo de economistas, entre os quais estavam Eugênio Gudim e Octávio Gouvêa de Bulhões, e à nova ordem internacional, vigente desde o Acordo de Bretton-Woods.

⁷ Segundo Corazza (2005), alguns autores sugerem que a verdadeira “semente” do Banco Central do Brasil foi a recriação da Carteira de Redesconto (Cared) do Banco do Brasil no ano de 1930. De acordo com o autor, também existiram pelo menos outras duas tentativas anteriores que devem ser consideradas: “[...] a primeira aconteceu em 1923, no período do presidente Bernardes; e a segunda resultou da Missão Niemeyer, chefiada por este diretor do Banco da Inglaterra, em 1931, que sugeriu a transformação do Banco do Brasil em banco central. [...]” (CORAZZA, 2005, p.3) No entanto, considera-se que, entre todas estas tentativas, a criação da Sumoc foi o passo mais concreto e avançado.

De acordo com Corazza (2005), a grande resistência à fundação de um Banco Central viria, principalmente, do Congresso e do Banco do Brasil com a influência de alguns setores como o campo, o setor urbano, o setor industrial e os banqueiros. Além disso, o Governo também expressava falta de vontade política para fundá-lo, dado que a existência de um Banco Central poderia atrapalhar o uso da emissão de moeda para cobrir déficits em seu orçamento.

Somente em 31 de dezembro de 1964, por meio da Lei nº 4.595, foi criado o Banco Central do Brasil – durante o governo militar de Castelo Branco e com um dos principais defensores de sua criação no Ministério da Fazenda, o economista Octávio Gouvêa de Bulhões. Conforme Corazza (2005), após a Reforma Monetária de 1964, a estrutura do Bacen passou ainda por alguns outros ajustes pontuais até chegar ao que hoje se considera, do ponto de vista institucional, um modelo de um banco central clássico. Neste contexto, dentre as reformas propostas para o sistema financeiro, coloca-se a discussão sobre a concessão de maior grau de independência ao Bacen como um meio de ampliar sua atuação sobre a política monetária.

Hoje em dia, como apontam Carvalho, Oliveira e Monteiro (2010), o Banco Central do Brasil é uma autarquia federal ligada ao Ministério da Fazenda, que possui funções de supervisão do Sistema Financeiro Nacional. Desta forma, na qualidade de autoridade monetária, o Bacen possui as funções a seguir:

- a) Monopólio de emissão de moeda;
- b) Banco dos Bancos;
- c) Banqueiro do Governo;
- d) Supervisor do Sistema Financeiro Nacional;
- e) Execução da política monetária;
- f) Execução da política cambial;
- g) Depositário das reservas internacionais.

Corazza (2005) argumenta que o debate acerca da independência do Banco Central do Brasil existe desde antes de sua criação. Defendido desde o início da década de 1940 por economistas como Bulhões, Gudin, Dênio Nogueira e Casimiro Ribeiro, esta discussão parece ainda não ter sido encerrada, dado que seu estatuto sendo debatido na atualidade. Neste sentido, os objetivos iniciais da proposta de independência do Banco Central do Brasil pouco estavam relacionados ao controle da inflação, mas à forte influência exercida pelos setores contrários à criação de um banco central. Corazza (2005) acrescenta que:

O objetivo inicial dos criadores do Bacen era separar a autoridade monetária não apenas do Tesouro, mas principalmente do Banco do Brasil, pois ali se misturavam não só os interesses monetários e fiscais do governo, mas também os interesses da classe rural, da indústria e dos banqueiros privados. [...] O sentido original da independência da autoridade monetária, então, dizia respeito não só ao Governo, mas a todos aqueles interesses que se valiam do uso fácil da emissão para financiar seus negócios. Já em 1931, o Relatório da Missão Niemeyer apontava que a expansão dos meios de pagamento não decorria só dos déficits fiscais, mas era provocada, também, pelo descontrole do crédito, através da Carteira de Redescontos do Banco do Brasil. (CORAZZA, 2005, p. 11)

Segundo o trabalho de Corazza (2005), uma característica que aproximava o Bacen de sua independência, em seu início, era o período de mandato de seus dirigentes, fixado em cinco anos. Castelo Branco determinou ainda que o mandato dos diretores do Bacen fossem de seis anos, visto que deveria ser superior ao período de mandato do Presidente da República que, naquela época, estava em cinco anos. Esta restrita independência do Banco Central do Brasil, no entanto, aconteceu por um curto período, posto que o primeiro Presidente do Bacen, o Sr. Dênio Nogueira, não chegou ao fim de sua gestão, pois foi obrigado a renunciar por imposição do presidente Costa e Silva, que exigia alguém de sua confiança para o controle do Banco Central.

Além do fracasso da tentativa de fixar mandatos à sua diretoria, o Bacen enfrentava ainda o esforço por sua separação definitiva do Banco do Brasil. Em meados dos anos de 1960, o Banco do Brasil ainda desempenhava algumas funções de banco central. Corazza (2005), afirma que este atrito teve fim apenas com a Constituição de 1988, que reajustou as funções fixadas para o Banco do Brasil, o Banco Central e para o Tesouro Nacional. A nova Constituição também

estabeleceu algumas características de independência ao Bacen, como a interdição dos financiamentos ao Tesouro e a anuência do Senado na admissão de seus diretores. Além disso, alguns projetos de reforma financeira pretendiam fixar novamente os mandatos e garantir que o Presidente do Banco Central não pudesse ser demitido pelo governo com facilidade, o que garantiria características de independência formal ao Bacen.

O debate acerca da independência do Bacen, embora seja discutido desde a primeira metade do século XX, tomou força a partir das sucessivas frustrações dos planos de estabilização dos anos de 1980, quando o país enfrentava sérias dificuldades em livrar-se das altas taxas de inflação. Além disso, como afirma Pellegrini (2004), no início dos anos 1990, esta discussão foi intensificada no cenário internacional devido ao número crescente de países, desenvolvidos e em desenvolvimento, que instauraram o regime de metas de inflação (*Inflation Targeting*) e, conseqüentemente, concederam maior grau de independência aos seus bancos centrais.

Conforme a defesa de Matta (2003), o emprego das metas de inflação nos países que as aderiram teve reflexo no aumento da autonomia operacional de seus Bancos Centrais. Neste sentido, o banco central pode ser autônomo ao mesmo tempo que ainda permanece sob domínio do Governo. Ou seja, o Governo é quem estabelece as metas de inflação de acordo com o seu interesse, no entanto, cabe ao Banco Central definir de que forma estes objetivos serão alcançados.

Adotado em junho de 1999, o Regime de Metas de Inflação no Brasil visava substituir a âncora cambial instaurada pelo Plano Real, em 1994. Assim, o Bacen deixou o regime de bandas cambiais e passou a adotar um regime de câmbio flutuante. Nesta nova estrutura, a política monetária é conduzida por uma meta inflacionária que a restringe. O responsável por estabelecer esta meta é o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Bacen é encarregado pelo sucesso da política monetária para o alcance das metas. (MATTA, 2003)

O mesmo autor afirma que, no caso do Brasil, as metas inflacionárias foram estabelecidas como uma solução à busca de outra “âncora nominal” para substituição da âncora cambial. O propósito principal da economia era a estabilidade de preços, não a estabilidade cambial. Com esta troca, a moeda poderia flutuar, desde que cumprisse as metas de inflação.

[...] Em linhas gerais, a meta é expressa pela variação de um índice de preço largamente conhecido com intervalo de tolerância ao redor da meta para acomodar os efeitos dos choques de oferta sobre a inflação. O Bacen é o responsável por executar as políticas requeridas para alcançar a meta. Esta é considerada cumprida se a inflação no ano-calendário se situar dentro do intervalo de tolerância. (PELLEGRINI, 2004, P.32)

Conforme já destacado anteriormente, o intervalo da meta é determinado pelo CMN, tendo como base a sugestão do Ministério da Fazenda. Além disso, o CMN também possui a responsabilidade de estabelecer índice oficial para a determinação das metas de inflação. Atualmente, o índice oficial é o Índice de Preço ao Consumidor Ampliado (IPCA), medido pelo IBGE. Dezoito meses antes de iniciar o ano, a meta é estabelecida pelo CMN e o intervalo escolhido é, geralmente, de 2 e 2,5 pontos percentuais acima e abaixo da meta estabelecida. (PELLEGRINI, 2004)

É importante ressaltar ainda, conforme acrescenta Matta (2003), que além das taxas de juros, o Banco Central também deve valer-se de instrumentos secundários para o controle da inflação como, por exemplo, o controle de agregados monetários e uma política discricionária de crédito.

Caso a meta não seja cumprida, o presidente do Bacen é obrigado a publicar carta aberta ao Ministro da Fazenda de forma a justificar o não cumprimento e apontar quais providências serão tomadas para a reversão do quadro. Além disso, cabe ao Bacen publicar, trimestralmente, um Relatório de Inflação que deve informar a sociedade sobre a política monetária, sua finalidade e suas perspectivas. “[...] Estes canais de comunicação visam facilitar o entendimento e o monitoramento da política monetária e, dessa forma, manter as expectativas favoráveis, especialmente no caso de descumprimento da meta.” (PELLEGRINI, 2004, p. 33)

Ainda neste sentido, é muito importante citar o Comitê de Política Monetária (Copom), em atividade desde 1996, refletindo a experiência de outros países, como o *Federal Open Market Committee* nos Estados Unidos. O Copom é formado pelos dirigentes do Bacen, que tomam suas principais decisões através de votação em reuniões mensais. O principal objetivo destas reuniões trata-se de definir a taxa básica de juros (Taxa Selic), visando, por meio disto, direcionar a inflação para a meta estabelecida.

Acompanhando a instauração de um regime de metas de inflação está o aumento do grau da autonomia do Banco Central. Desta forma, Pellegrini (2004) comenta que a proposta de aumento do grau de autonomia do Bacen, dada pelo Regime de Metas de Inflação, caracteriza esta como autonomia operacional, seguindo o exemplo de outros países que adotaram este regime. O Governo determina a meta e o Bacen faz uso dos instrumentos de política monetária para atingi-la. O autor afirma ainda que a intenção de inserir algum grau de autonomia operacional pode ter influenciado positivamente na aprovação da Emenda Constitucional nº 40, de maio de 2003, que altera o art. 192, possibilitando a regulamentação do sistema financeiro em parcelas, e não de forma completa como sugeria o artigo⁸.

[...] no Brasil já existe um consenso de que a partir da introdução do regime de metas inflacionárias em 1999, existe uma satisfatória autonomia operacional do Bacen na condução da política monetária. O Bacen pôde, neste período, ajustar sua política monetária de forma a perseguir o seu objetivo principal de meta inflacionária, mostrando que esta autonomia pode ser benéfica do ponto de vista econômico. (MATTA, 2003, p. 43)

Para Matta (2003), na prática, a autonomia do Bacen já foi estabelecida e necessita ser aprimorada. No entanto, o conceito de autonomia pode-se contrapor, em um primeiro momento, a questões políticas e à forma com que o Governo deseja conduzir a economia. Segundo o autor, manter a sincronia entre o Banco Central e o Poder Executivo a favor das metas de inflação é uma tarefa que exige cuidado, dado que “[...] as metas foram criadas por um decreto e a autonomia operacional do

⁸ A complexidade dos temas abordados pelo art. 192 era considerada um obstáculo ao avanço da regulamentação do sistema financeiro, pois estes deveriam ser tratados de forma conjunta através de uma única lei. O novo texto possibilitou o uso de leis complementares. (PELLEGRINI, 2004)

Bacen não, sendo esta um arranjo informal junto ao governo, podendo ser alterada a qualquer momento” (MATTA, 2003, p. 36)

No entanto, o trabalho de Pellegrini (2004) argumenta que a presente situação do Bacen não é considerada suficiente para afirmar o grau de autonomia desejado. Segundo ele, normas para a restrição das demissões de seus dirigentes por motivos políticos é uma demanda importante e que ainda não foi conquistada pelo Bacen. Nas normas de nomeação e demissão dos representantes do Bacen deveriam estar incluídos, para a sua autonomia, critérios para a fixação de mandatos, longos ou escalonados, com algumas exceções como improbidade administrativa e desempenho insuficiente.

Pellegrini (2004) aponta que, no sentido de defender sua autonomia, o Bacen deve definir e divulgar o seu objetivo. Isto é, a concessão de tal autonomia a um banco central se deve a um propósito. Neste contexto, o fundamento teórico mais conhecido parte do propósito de que a autonomia do banco central visa atingir e manter a estabilidade de preços na economia. No entanto, este objetivo deve ser exclusivo, visto que a existência de outras metas perseguidas pelo banco central pode ser incompatível com a administração da taxa de inflação e, por causa disto, a autonomia não trará os efeitos de credibilidade propostos. Assim, o autor argumenta que:

É preciso esclarecer, entretanto, o que significa buscar a estabilidade de preços, em particular no que se refere às suas implicações para a flexibilidade da política monetária. A estabilidade de preços pode ser entendida como inflação de até 3% ao ano. No entanto, esse número não deve ser confundido com a meta de inflação. Em um país com o histórico do Brasil, a meta serve ao programa de desinflação rumo à situação desejada no longo prazo. (PELLEGRINI, 2004, p. 35)

Além disso, a definição da estabilidade de preços como objetivo principal do Bacen não significa, segundo Pellegrini (2004), que não haverá preocupação com outras variáveis reais da economia, como a produção e a taxa de desemprego. Neste sentido, a designação da meta e de seu intervalo de tolerância devem sempre levar em conta suas consequências sobre as variáveis reais da economia. Deste

modo, é tarefa da política monetária flexibilizar o ajuste da inflação em função do desempenho das demais variáveis.

No entanto, vale ressaltar que a ideia de compatibilidade entre as funções do banco central não é exatamente um acordo – principalmente no que diz respeito à gestão cambial. Esta aceitação supõe, entretanto, que as outras funções delegadas ao banco central não serão obstáculos ao seu objetivo principal, que é a estabilidade de preços. Pellegrini (2004) salienta que a tendência internacional é transferir estas funções a outras agências, de forma a possibilitar ao banco central autônomo maior foco sobre o controle da inflação. O autor cita a experiência do Reino Unido como exemplo deste tipo de transferência de funções.

Da mesma forma, manter todas estas funções em torno de um banco central, após lhe conceder autonomia, significa concentrar demasiadamente o poder. Em um cenário como este, o Bacen autônomo tem a capacidade de decidir, por exemplo, o montante a ser emprestado para as instituições financeiras, bem como autorizar o funcionamento e regulamentar a atuação destas instituições. O Bacen também teria poder exclusivo sobre o regime cambial, sobre o grau de abertura financeira do país e sobre a conversibilidade da moeda. (PELLEGRINI, 2004)

Corazza (2005) defende que a ideia de tornar o Bacen independente não sugere que este se transformará em um quarto poder da república, nem que estará acima da lei. O Bacen depende da lei para obter independência, e estas normas devem de forma clara o que cabe ou não à instituição. Assim, um Banco Central independente não representará um novo poder, pois é uma instituição vinculada ao Poder Executivo.

Além disso, também se faz necessária a conscientização da sociedade de que não cabe à política monetária, por si só, a solução para problemas estruturais. Ou seja, dificuldades de crescimento em cenários de taxas de juros altas ou ainda em reduzir a taxa natural de desemprego requerem medidas de estímulo à acumulação de fatores produtivos. (PELLEGRINI, 2004)

Pellegrini (2004), em seu trabalho, também desenvolve uma proposta de modo a indicar a forma com que o grau de autonomia do Bacen pode ser aumentado de forma legal:

O tratamento da autonomia do Bacen no texto da lei poderia prever, além do objetivo da estabilidade de preços como proposto anteriormente, os mandatos fixos, com ressalvas usuais, talvez com término de um ano após o mandato do Presidente da República; a responsabilidade do CMN pela fixação e revisão das metas para a inflação, mediante proposta do Ministro da Fazenda; a responsabilidade do Bacen pelo cumprimento das metas; a prerrogativa do Ministro da Fazenda a respeito das decisões do Copom; as regras para a solução de conflitos entre o Ministro da Fazenda e o Bacen, incluindo a obrigatoriedade de o Ministro apresentar publicamente a justificativa para o caso de discordância do Copom, justificativa esta acompanhada pela posição do Bacen. (PELLEGRINI, 2004, p. 41)

Em defesa da independência do Bacen, os autores Carvalho, Oliveira e Monteiro (2010) citam em seu trabalho alguns casos que evidenciarão a autonomia do Banco Central do Brasil. O primeiro caso citado, diz respeito à atuação do Bacen como prestador de última instância durante a ameaça de crise no sistema bancário entre 1994 e 1995, com o enfraquecimento do Banco Econômico e do Banco Nacional, levados à liquidação e a constituição do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Sistema Financeiro Nacional (Proer). Conforme afirmação dos autores, por vários meses o Bacen desobedeceu a regulamentação vigente e passou a mobilizar bancos comerciais federais na tentativa de evitar que o problema de alguns grandes bancos ameaçasse todo o sistema bancário.

Outro caso apontado pelos autores está ligado ao ano de 2008, quando o Banco Central foi prestador de última instância durante os problemas bancários que decorreram da crise internacional da economia. Neste caso, explicam os autores, o Banco Central do Brasil valeu-se de uma medida provisória do Executivo antes de sua intervenção no mercado, esta intervenção foi reconhecida por um dos seus representantes da época. Na opinião dos autores, a escolha destes episódios é assim justificada:

[...] do ponto de vista metodológico, pela possibilidade que oferecem para ampliar e dar concretude à análise de como efetivamente o Banco Central do Brasil exerce sua capacidade de iniciativa e de impor seus pontos de vista sobre os entes do Estado, além de gerar consensos favoráveis na sociedade ou silêncios em torno de sua ação. Pode-se arguir que episódios

ou processos desse tipo não são suficientes para permitir conclusões generalizáveis. Não é esse o objetivo, contudo. Trata-se de destacar casos que evidenciam a ocorrência de comportamentos repetidos [...], com objetivo inclusive de reforçar a necessidade de ampliar a transparência e o debate sobre a atuação do Banco Central do Brasil. (CARVALHO, OLIVEIRA E MONTEIRO, 2010, p. 38)

Os autores concluem ainda que, embora o Banco Central do Brasil ainda não seja independente, na medida em que não dispõe do privilégio de estabelecer, por si próprio, as metas para a condução de sua política monetária, o Bacen age como se possuísse plena autonomia jurídica.

4.2 CRÍTICAS À INDEPENDÊNCIA DO BACEN

De modo contrário às propostas anteriores, alguns autores trazem em seu trabalho argumentos críticos à independência do Banco Central do Brasil. É o caso de Freitas (2006), que afirma que a adoção de um regime de metas de inflação, e o consequente aumento da autonomia do Bacen, pode causar ao governo a falta de um importante instrumento de combate ao desemprego e à estagnação. Para a autora, é necessário que a política monetária seja sincronizada às demais políticas econômicas para que se atinja níveis aceitáveis de desemprego e inflação. Ademais, “[...] Uma política monetária voltada somente para manter a inflação sob controle está, na verdade, sendo sub-utilizada [...]” (SICSÚ, 2002, p. 27)

Voltando à discussão ao caso brasileiro, a adoção do Regime de Metas de Inflação em países em desenvolvimento gera problemas relacionados à inserção internacional desses países a não conversibilidade de suas moedas, visto que sua posição é considerada meramente secundária na configuração hierárquica do sistema monetário e financeiro internacional. Na década de 1990 - além de todos os aspectos enfrentados devido ao seu processo de liberalização e às suas diretrizes políticas – os países da América Latina, bem como os asiáticos, foram envolvidos pelo processo de globalização, sendo levados a agir como receptores de recursos de investidores financeiros dispostos a fugir do processo de desvalorização da riqueza mobiliária e imobiliária que atingia os mercados do centro. (FREITAS, 2006)

Neste contexto, o cenário de abertura financeira fez com que as economias periféricas se tornassem extremamente vulneráveis, ainda que em diferentes dimensões, à variabilidade de “humor” dos investidores do mercado internacional e à ascendência da ótica especulativa sobre a ótica produtiva. Deste modo, a urgência em atrair capitais externos para o fim de equilibrar o balanço de pagamentos leva a economia a manter sua taxa de juros em patamares mais elevados para fornecer ganhos de arbitragem aos seus investidores. Entretanto, em alguns casos de “crises de confiança” do mercado, nem mesmo os ganhos de arbitragem bastam para atrair tais investidores. Por não possuírem conversibilidade em suas moedas – não existindo, assim, demanda externa – a dependência do capital externo faz com que as economias periféricas enfrentem problemas adicionais na implementação das políticas monetária e fiscal. Assim, a elevação da taxa de juros doméstica em países periféricos pode apresentar resultados incertos e, muitas vezes, seus efeitos tendem a causar danos a trabalhadores e empresários, dado que seus lucros são reduzidos e, em consequência disto, o número de demissões aumenta. (FREITAS, 2006)

Através da exposição deste cenário de vulnerabilidade externa conferida aos países de economia periférica, a autora explica que:

A adoção da estabilidade dos preços como objetivo único do banco central, como previsto no regime de metas de inflação, engessa toda a política econômica, impede a coordenação de políticas e retira do Executivo o poder de formular a política monetária. Neste tipo de regime, todas as demais políticas tornam-se subordinadas à política monetária, potencializando os constrangimentos decorrentes da posição internacional periférica. (FREITAS, 2006, p. 286)

Freitas (2006) ainda afirma que, para o caso do Brasil, a volatilidade dos fluxos de capitais gera imensa repercussão sobre as taxas de câmbio, que é capaz de afetar, além dos preços dos produtos comercializáveis, os preços “controlados” das concessionárias que prestam serviços públicos e também os preços de uma variedade de bens não comercializáveis, forçando a taxa de inflação. Desta forma, políticas monetárias contracionistas - ou seja, a elevação da taxa de câmbio – além de não alcançarem os resultados esperados sobre a taxa de inflação, acabam por tornar ainda mais difícil a retomada do crescimento e a criação de empregos.

Ademais, a execução da política fiscal também fica comprometida, pois ao aumentar a taxa de juros, o banco central limita a execução orçamentária do Tesouro.

Para Sicsú (2002), as decisões de política monetária não devem ser tomadas exclusivamente pelo Bacen. O autor alega que “[...] Um governo que aceita abrir mão da sua política monetária antidesemprego está, no mínimo, sendo mal orientado. Mas essa é a forma que o governo brasileiro vem tratando a política monetária. [...]” (SICSÚ, 2002, p. 27). O mesmo, em seu artigo, ainda acusa o então Ministro da Fazenda, Pedro Malan, de não ter tentado qualquer tipo de aproximação em relação ao Banco Central.

Em contraponto à tendência internacional de combate à inflação através da concessão de maior independência a seus bancos centrais, Sicsú argumenta que:

A decisão tomada pelo governo brasileiro foi, no mínimo, precipitada e, talvez, incorreta. Nenhum país, entre aqueles de economia desenvolvida, reduziu a inflação em razão da adoção de metas. [...] não há evidências de que conceder ao banco central a tarefa única de alcançar uma meta de inflação seja benéfico. O *Federal Reserve System* tem explicitamente dois objetivos, conter a inflação (sem qualquer meta fixada) e buscar o pleno emprego. E ninguém pode negar que os Estados Unidos foi um país que obteve sucessos econômicos na década de 1990. (SICSÚ, 2002, p. 30)

Freitas (2006) por sua vez, condena equívocos na inserção do Regime de Metas de Inflação no Brasil. De acordo com a autora, um estudo publicado em 2003 por pesquisadores do Fundo Monetário Internacional (FMI) define quatro grupos de pré-requisitos básicos para a implementação de um sistema de metas inflacionárias em países em desenvolvimento, como é o caso do Brasil. Os pré-requisitos são:

- a) Independência do banco central e responsabilidade por suas ações de forma pública por meio de mandatos fixos e normas severas para a demissão de sua diretoria, além de transparência e prestação de contas ao público (*accountability*);
- b) Estabilidade da macroeconomia, ou seja, equilíbrio fiscal, baixa subordinação ao setor externo, inflação controlada no momento da implementação do regime;

- c) Equilíbrio e desenvolvimento no sistema financeiro, deduzindo a estabilidade deste e o desenvolvimento do mercado de capitais;
- d) Instrumentos adequados para a manipulação da política monetária, como técnicas de manipulação e previsão das taxas de inflação e objetivo cambial submisso às metas de inflação.

No momento da implementação do Regime de Metas de Inflação, o Brasil claramente não atendia a maioria dos pré-requisitos apresentados, principalmente no que diz respeito ao ajuste das contas públicas e à baixa dependência do setor externo. (FREITAS, 2006)

Contrariando as expectativas de uma grande parcela de seu eleitorado, o governo Lula não alterou as diretrizes básicas da política econômica do seu sucessor. A conquista de credibilidade e reputação junto aos investidores internos e externos, o chamado “mercado”, tem sido a justificativa para manter e aprofundar o rumo da política econômica herdada do governo FHC. Com o mesmo sentido, pode ser interpretada a defesa pela atual equipe econômica do regime de metas de inflação e da concessão de autonomia legal ao Banco Central do Brasil. (FREITAS, 2006, p. 287)

Freitas (2006) aponta, além disso, que o regime de metas de inflação vem sendo questionado até mesmo em países considerados desenvolvidos e que atenderiam aos pré-requisitos determinados para a utilização deste regime. Em 2003, o FMI divulgou outro estudo em que o regime de metas inflacionárias foi avaliado com base nos resultados gerados ao desempenho economia. O estudo fez uma comparação entre sete países membros da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) que adotaram as metas de inflação no início da década de 1990 e outros treze países, também membros da OCDE, que não adotaram. Segundo Freitas (2006), a conclusão da análise econométrica elaborada neste trabalho indica que não existem evidências favoráveis ao regime de metas de inflação no sentido de promover o melhor desempenho destas economias com relação ao comportamento de três variáveis macroeconômicas: a inflação, o PIB e a taxa de juros.

Além disso, os sistemas monetários dos países analisados – tanto os que adotavam quanto os que não adotavam metas de inflação – possuem objetivos

semelhantes. Assim, conforme destaca Freitas (2006), rejeita-se a hipótese de superioridade do Regime de Metas de Inflação em comparação aos outros instrumentos de política monetária. Sobre o estudo apresentado, a autora conclui que:

[...] os autores ressaltam, curiosamente, que esse regime parece servir muito mais a interesses políticos do que econômicos, uma vez que favorece a transparência na adoção das medidas de política econômica. O aspecto inusitado desta conclusão está no fato de que esse argumento da transparência é usado pela ortodoxia, com larga difusão na mídia brasileira, para justificar a despolitização da política econômica, na medida em que fornece aos agentes um horizonte sem surpresa e sem manipulações políticas de variáveis econômicas eminentemente técnicas. (FREITAS, 2006, p. 288)

4.3 MENSURAÇÃO DA INDEPENDÊNCIA LEGAL DO BACEN

No capítulo anterior, foram expostos os argumentos favoráveis à independência do banco central, bem como o método de mensuração mais conhecido que se refere à técnica elaborada por Alex Cukierman, Steven B. Webb e Bilin Neyapti no ano de 1992. O trabalho de Cukierman, Webb e Neyapti (1992) traz a análise de uma amostra de 72 (setenta e dois) países, entre os quais o Brasil está incluído, com dados de 1950 a 1989. Assim, com o objetivo de mensurar o grau de independência legal do Banco Central do Brasil, este trabalho propõe a análise do estudo dos autores citados, em relação ao Brasil.

Tabela 3 – Mensuração da Independência Legal do Brasil (1950 - 1989)

Nº	Descrição	Peso	Década 1950-59	Década 1960-71	Década 1972-80	Década 1980-89
1	Presidência (CEO)	0,20				
	a. Mandato					
	Menos de 4 anos ou a critério do nomeador		0	0	0	0
	b. Quem nomeia o CEO					
	Legislativo		0,5	0,5	0,5	0,5
	c. Demissão					
	Demissão incondicional possível pelo Executivo		0	0	0	0
	d. O CEO pode ocupar outros cargos no governo?					

	Não existem regras a respeito		0	0	0	0
2	Formulação de política	0,15				
	a. Quem formula a política monetária?					
	BC apenas aconselha o governo		0,33	0,33	0,33	0,33
	b. Quem tem poder para resolver conflitos?					
	O Executivo		0	0	0	0
	c. Papel no orçamento do governo					
	O BC não influencia		0	0	0	0
3	Objetivos	0,15				
	Os objetivos não incluem a estabilidade de preços		0	0	0	0
4	Limites de empréstimo ao governo					
	a. Vantagens (limitações em empréstimos não securitizados)	0,15				
	Vantagens permitidas (até 15% da receita do governo)		0,67	0,67	0,67	0,67
	b. Empréstimos Securitizados	0,10				
	Não há limites legais para empréstimos		0	0	0	0
	c. Termos de empréstimos (maturidade, juros, quantidade)	0,10				
	Definido pelo Executivo		0	0	0	0
	d. Recebedores de empréstimos do BC	0,05				
	Apenas o Governo Federal		1	1	1	1
	e. Limites de empréstimos definidos em	0,02				
	5					
	Quota dos gastos do governo		0	0	0	0
	f. Vencimento dos empréstimos	0,02				
	5					
	Sem menção de vencimento na lei		0	0	0	0
	g. Taxas de juros dos empréstimos devem ser	0,02				
	5					
	Taxas de juros não são mencionadas		0,25	0,25	0,25	0,25
	h. BC não pode comprar títulos do governo no mercado primário	0,02				
	5					
	Não		0	0	0	0
	Total		0,21	0,21	0,21	0,21

Fonte: Cukierman, Webb e Neyapti (1992)

A Tabela 3, elaborada a partir dos dados estimados por Cukierman, Webb e Neyapti (1992) para o Banco Central do Brasil, mostra um grau muito pequeno de independência legal do Bacen no que se refere ao período de 1950 a 1989. Os dados expostos evidenciam que, mesmo após todas as alterações promovidas pela Constituição de 1988, o grau de independência do Banco Central do Brasil continuou o mesmo.

De acordo com a metodologia dos autores, o Brasil possuía uma das classificações mais baixas do ranking, estando apenas à frente de 8 países⁹ dentre os 72 estudados. Os resultados revelam que apenas 4 das variáveis calculadas não obtiveram o indicador mais baixo, ou seja, a classificação de número zero, que aponta o menor nível de independência para o banco central.

No entanto, por datar de 1992, o estudo apresentado não estima o grau de independência do Bacen após adoção do regime de metas de inflação, em 1999. Diante desta situação, economistas como Arnone, Laurence e Segalotto (2006) dedicaram-se a calcular o grau de autonomia dos bancos centrais referente à época atual. Neste contexto, os autores apresentaram uma comparação de dados de 1992 - época do estudo apresentado anteriormente - e 2003, utilizando um método semelhante ao de Cukierman, Webb e Neyapti (1992), no entanto, dividido entre independência política e independência econômica.

A tabela 4 foi elaborada de modo a apresentar unicamente os dados estimados para o Brasil nos anos de 1992 e 2003, com o objetivo de comparar os dados calculados para cada ano e, desta forma, verificar se houve ou não alteração no grau de autonomia do Banco Central do Brasil a inserção do Regime de Metas de Inflação. A metodologia utilizada é semelhante à mensuração anterior, apresentando um questionário, de forma que para cada resposta positiva, é atribuído o índice 1 e, para cada resposta negativa, é atribuído o índice 0. O somatório dos índices para cada item do questionário diz respeito ao grau de independência do banco central. Neste caso, quanto maior o resultado do somatório, maior será o grau de independência atribuído ao banco central.

Tabela 4 – Mensuração do Grau de Independência Política e Econômica do Bacen para os anos de 1992 e 2003

Mensuração da Independência Política	1992	2003
Diretoria não é nomeada pelo Executivo	0	1

⁹ Não está inserida nos objetivos deste trabalho a exposição dos dados relacionados ao grau de independência do banco central dos demais países. Os quadros completos apresentando os dados dos 72 países inseridos no estudo podem ser encontrados em Cukierman, Webb e Neyapti (1992).

Mandato superior a 5 anos	0	0
Diretoria do BC não pode assumir outros cargos no governo	0	0
Aprovação do governo não é necessária para política monetária	0	0
Estabilidade de preços como principal objetivo no Estatuto do BC	0	1
Proteção legal ao BC em casos de conflito com o governo	0	0
Total	0	2

Mensuração da Independência Econômica	1992	2003
Prorrogação automática para crédito direto	0	1
Taxa de juros de mercado para crédito direto	0	1
Crédito direto é temporário	0	1
Limitações de quantidade para crédito direto	0	1
BC não pode comprar títulos da dívida no mercado primário	0	1
Total	0	5

Fonte: Anone, Laurens e Segalotto (2006)

A análise da Tabela 4 revela que, no que diz respeito à política, o índice de independência do Bacen passou de zero, em 1992, para 2, em 2003. Considerando que o índice máximo é 5, pode-se concluir que, apesar de ter aumentado, este índice ainda é pouco significativo para a independência do Bacen.

O índice de mensuração da independência política do Bacen, neste caso, é constituído basicamente por critérios relacionados ao mandato do presidente do Banco Central. Desta forma, o baixo índice atribuído ao Brasil pode significar que o país não obteve evolução neste sentido. Como já mencionada anteriormente, o mandato de presidente do Banco Central do Brasil não é fixo e cabe ao poder Executivo definir nomeações e demissões, sem qualquer necessidade de aprovação do poder Legislativo.

Já em relação à mensuração da independência econômica do Bacen, o resultado é diferente. No ano de 1992, o somatório deste índice era igual a zero, ou seja, não havia o menor sinal de independência do Bacen. No entanto, atualizando o índice para o ano de 2003, observa-se que o mesmo saltou do índice zero para o índice 5, alcançando o maior grau de independência econômica. O índice que representa o grau de autonomia econômica do Bacen, apresentado pelo estudo, está relacionado ao financiamento do déficit público, indicando que o Banco Central

do Brasil limita ao máximo este tipo de financiamento, como é característico de bancos centrais independentes.

Segundo Freitas (2006), atualmente o Bacen é uma autarquia que conta com autonomia operacional e patrimonial. O que ainda não aconteceu foi a concessão de sua autonomia administrativa, isto é, referente à fixação do mandatos de seus dirigentes. O regime de metas de inflação proporcionou, portanto, a possibilidade de expansão de sua autonomia operacional, tendo em vista a Teoria da Independência do Banco Central, na medida em que é possível formular e executar a política monetária de forma a alcançar as metas, sem a interferência do governo.

Conclui-se, por fim, que a transformação do grau de autonomia conferido ao Banco Central do Brasil se deve, em grande parte, à adoção de um Regime de Metas de Inflação, visto que a evolução dos índices observados ocorreu no intervalo posterior à data da inserção do regime.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como foi visto, as discussões acerca da Teoria da Independência do Banco Central estendem-se por um longo período através das décadas. O debate ainda toma mais força, considerando o contexto de eleições presidenciais em que esteve inserido o Brasil no ano de 2014, onde a política econômica foi uma das grandes pautas das campanhas de cunho eleitoral. De um lado, em defesa da independência da política monetária, encontra-se a ortodoxia – aqui representada pela Escola Novo-Clássica. Por outro lado, apresentando as críticas à teoria em questão, está o pensamento heterodoxo, através da Escola Pós-Keynesiana.

A pretensão deste trabalho foi tratar de alguns aspectos diretamente relacionados ao tema da Teoria da Independência do Banco Central. Após a apresentação, no primeiro capítulo, dos aspectos teóricos que formam a base para a compreensão desta abordagem, foi levantada a discussão sobre a Teoria da Independência do Banco Central, de forma a expor sua definição e as ideias dos

seus defensores, além das formas com que esta é mensurada e das críticas referentes a este tema. Em seguida, temos a observação do caso brasileiro, por meio da apresentação da estrutura do Banco Central do Brasil e da forma com que este conduz a política monetária, através do Regime de Metas de Inflação. Por fim, além da exibição da defesa e das críticas à instauração das metas inflacionárias no país e, de forma consequente, à independência do Bacen, ainda é proposto o exercício de análise da mensuração do grau de autonomia do Banco Central do Brasil entre os anos de 1950 e 2003, tendo como objetivo a avaliação da existência de autonomia para o Bacen e a evolução histórica da mesma.

É possível observar que a existência de uma teoria que proponha a independência da política monetária, por meio da independência da autoridade monetária que a conduz, se deve, em grande parte, à repulsa que possui grande parte da população aos efeitos causados por altas taxas de inflação na economia, tendo em vista a experiência de um grande número de países em relação a situações de descontrole dos preços, como nas décadas de 1970 a 1990. O Brasil, por sua vez, também possui, em sua identidade, o reflexo de um histórico de taxas de inflação muito altas, chegando inclusive à situação de estagflação, levando a sociedade em geral à formação de um constante “estado de alerta” em relação à questão da estabilidade de preços.

Assim, a Teoria da Independência do Banco Central propõe a total desvinculação da autoridade monetária dos demais poderes públicos, alegando a existência de um viés inflacionário derivado da falta de credibilidade do Governo na condução da política monetária. Sugere-se ainda que, para que esta independência seja efetiva, o banco central deveria inserir normas rígidas em sua Constituição de forma a impedir qualquer tipo de influência sobre o alcance daquilo que deve ser seu objetivo exclusivo: a manutenção da estabilidade de preços.

Por outro lado, as críticas à Teoria da Independência do Banco Central apresentam como argumento principal a ideia de que todos os instrumentos de política econômica, incluindo a política monetária, devem ser conduzidos de forma coordenada de forma a perseguir os mesmos objetivos, evitando o conflito de ideias

entre o Banco Central e os poderes Executivo e Legislativo. Da mesma maneira, o emprego frequente de políticas monetárias contracionistas como forma de controlar a inflação muitas vezes gera efeitos nocivos a outras variáveis reais da economia, como a taxa de desemprego e o crescimento econômico. Além disso, fortes críticas são direcionadas à forma utilizada para mensuração do grau de independência dos bancos centrais. Para a crítica, os critérios para avaliação deste grau são ambíguos e não provam a inexistência de relação entre o banco central e o poder Executivo.

Vale afirmar, após a exposição das defesas e críticas à Teoria da Independência do Banco Central, que o conflito entre estas visões vai muito além do conceito abordado. A diferença entre as visões novo-clássica e pós-keynesiana está na estrutura teórica do pensamento destas escolas e nas distintas visões que estas possuem sobre elementos básicos da teoria econômica. Assim, axiomas importantes para a Escola Novo-Clássica, como a neutralidade da moeda, a taxa natural de desemprego e as expectativas racionais, por exemplo, não são aceitas pela Escola Pós-Keynesiana – e vice-versa.

No que se refere à discussão sobre o Brasil, o exercício de mensuração do grau de independência do Bacen traz a conclusão de este possui autonomia operacional, entretanto, não lhe foi conferida autonomia administrativa. Ou seja, mesmo que o Banco Central do Brasil tenha liberdade na utilização da política monetária para o alcance das metas de inflação, ainda estará vinculado ao governo devido ao fato de que os mandatos de seus dirigentes não estão fixados e as demissões ainda estão sob responsabilidade do poder Executivo. Além disso, também não cabe ao Bacen decidir quais serão as metas de inflação, estas são definidas pelo CMN. Dada a importância desta discussão e do exercício de mensuração da independência do banco central, sugere-se, para trabalhos posteriores e complementares a este, que a independência do Banco Central do Brasil continue sendo medida e analisada para períodos mais recentes, posteriores a 2003, com a finalidade de acompanhar a forma com que a política monetária é administrada atualmente no país.

No que tange à discussão sobre a independência do Bacen, a principal crítica apresentada diz respeito à vulnerabilidade do Sistema Financeiro Nacional frente ao mercado externo e ao engessamento da economia que, ao instituir a estabilidade de preços como único objetivo, passa a subordinar todos os demais instrumentos de política econômica à ação da política monetária. Assim, em um ambiente de altas taxas de inflação, a deficiência da estrutura produtiva existente no país faz com que variáveis como o emprego e o crescimento da produção não consigam progredir.

Por fim, através da análise do debate acerca da Teoria da Independência do Banco Central, temos que esta é uma discussão muito ampla, que muitas vezes não é conduzida de forma clara. É evidente que o banco central não se trata de um mero órgão do governo, dada a importância de sua atuação para a economia de qualquer país. No entanto, é necessário que suas funções sejam estipuladas de forma clara - estando em condição de independência ou não - para que seus objetivos não sejam distorcidos e que este tenha a capacidade de contribuir tanto com o equilíbrio das variáveis reais da economia, quanto para o crescimento econômico do país.

Referências

ALESINA, Alberto; SUMMERS, Lawrence H.. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: some comparative evidence. **Jornal Of Money, Credit And Banking**, Ohio, p. 151-162, may 1993.

AMORIM, Ricardo Luis Chagas. Macroeconomia Neoclássica Contemporânea: novos-keynesianos e novos-clássicos. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 23, n. 1, p.29-56, jan. 2002.

ARNONE, Marco; LAURENS, Bernard J.; SEGALOTTO, Jean-François. Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OCDE, Developing and Emerging Market Economies. **Jornal Of Money, Credit and Banking**. Ohio, p. 1-38. out. 2006. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06228.pdf>>. Acesso em: 06 out. 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, Diretoria de Política Econômica (Org.). **Funções do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2014, disponível em: <[http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq/11-funções do banco central do brasil.pdf](http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq/11-funcoes-do-banco-central-do-brasil.pdf)>. Acesso em: 30 abr. 2014.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Reformulação dos Meios de Pagamento: Notas Metodológicas**. Brasília, 2001, disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/NM-MeiosPagAmplp.pdf>>. Acesso em: 31 out. 2014

CARVALHO, Carlos Eduardo; OLIVEIRA, Giuliano Contento; MONTEIRO, Marcelo Balloti. O Banco Central do Brasil: Institucionalidade, relações com o estado e com a sociedade civil, autonomia e controle democrático. **Ipea: texto para discussão**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1518, p.1-73, dez. 2010.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Independência do Banco Central e a Disciplina Monetária: observações céticas. **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 4, p.134-141, out. 1995. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/60-9.PDF>>. Acesso em: 02 nov. 2014.

CORAZZA, Gentil. **O Banco Central do Brasil: evolução histórica e institucional**. Porto Alegre, PPGE, Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), 2005

CROCCO, Marco; JAYME JUNIOR, Frederico G.. Independência e Autonomia do Banco Central: mais sobre o debate. **Texto Para Discussão**, Belo Horizonte, n. 199, p.1-17, maio 2003.

CUKIERMAN, Alex; WEBB, Steven B.; NEYAPTI, Bilin, Measuring the Independence of Central Banks and its Effect on Policy Outcomes. **The World Bank Economic Review**, Washington, v. 6, n. 3, p.352-398, sep. 1992. Disponível em: <<http://www->

wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/1999/10/21/000178830_98101911134552/Rendered/PDF/multi_page.pdf>. Acesso em: 01 nov. 2014.

DEBELLE, G. Inflation Targeting in Practice. **IMF Working Paper**, Washington, n. 35, p. 1-34, mar. 1997.

FREITAS, Maria Cristina Penido. Banco Central Independente e coordenações das políticas macroeconômicas: lições para o Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 15, n. 2, p.269-293, ago. 2006

GOODHART, Charles. Central Bank Independence. **FMG Special Paper**, London, n.54, Financial Market Group of the London School of Economy, nov. 1993.

HUBBARD, R. Glenn; O'BRIEN, Anthony Patrick. **Introdução à Economia**. 2. ed. Porto Alegre, Bookman, 2010.

LOPES, Luiz Martins et al (Org.). **Manual de Macroeconomia: Básico e Intermediário**. 3. ed. São Paulo, Atlas, 2011.

MARSHALL, Jorge. ¿Independencia o Autonomia del Banco Central? **Cuadernos de Economía**, Santiago, v. 77, n. 26, p.39-64, abr. 1989.

MASSAD, Carlos. La Funcion Tecnica y la Funcion Politica del Banco Central: anatomia prenatal. **Cuadernos de Economía**, Santiago, v. 77, n. 26, p.75-90, abr. 1989

MATTA, Leandro Amaral. **Em Busca da Autonomia Operacional do Banco Central do Brasil como Instrumento de Estabilização da Moeda**. Rio de Janeiro, 2003. 111 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração Pública, Fundação Getúlio Vargas. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/3397/000326071.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 05 nov. 2014.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. Independência do Banco Central e Coordenação de Políticas: vantagens e desvantagens de duas estruturas para estabilização. **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v. 23, n. 1, p.109-120, mar. 2003. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/89-7.pdf>>. Acesso em: 13 set. 2014.

MISHKIN, Frederic S. **Moedas, Bancos e Mercados Financeiros**. 5. ed. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos Editora, 2000.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. A questão da independência do Banco Central: Reflexões teóricas para a formulação das políticas econômicas. **Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 7, p.333-357, jul. 2003.

NEVES, André Lúcio. **Uma Análise Pós-keynesiana do Regime de Metas de Inflação Sobre a Distribuição de Renda e o Crescimento Econômico**. Curitiba, 2007, 139 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Pós Graduação em Desenvolvimento Econômico, Universidade Federal do Paraná, 2007.

PELLEGRINI, Josué A. **Autonomia do Banco Central**. Consultoria Legislativa do Senado Federal, Coordenação de Estudos, Brasília, p.1-59, nov. 2004. Disponível em: <<http://www12.senado.gov.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/textos-para-discussao/td-16-autonomia-do-banco-central>>. Acesso em: 11 out. 2014.

ROSENDE, Francisco. Elementos para el Diseño de un Marco de Analisis de la Autonomia del Banco Central. **Cuadernos de Economía**, Santiago, v. 77, n. 1, p.25-38, abr. 1989.

SACHS, Jeffrey D.; LARRAIN B., Felipe. **Macroeconomia** em uma economia global. 2. ed. São Paulo, Pearson Makron Books, 2000.

SICSÚ, João. Teoria e Evidências do Regime de Metas Inflacionárias. **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v. 22, n. 1, p.23-33, mar. 2002. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/85-2.pdf>>. Acesso em: 11 nov. 2014.