

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL**

**FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**EDUARDO WYKOWSKI COELHO**

**ENTRE A ORTODOXIA E A HETERODOXIA DA INDEPENDÊNCIA DO  
BANCO CENTRAL DO BRASIL**

**PORTO ALEGRE**

**2016**

**EDUARDO WYKOWSKI COELHO**

**ENTRE A ORTODOXIA E A HETERODOXIA DA INDEPENDÊNCIA DO  
BANCO CENTRAL DO BRASIL**

Monografia apresentada ao Curso de Ciência Econômicas da  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como parte dos  
requisitos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências  
Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima

**PORTO ALEGRE**

**2016**

**EDUARDO WYKOWSKI COELHO**

**ENTRE A ORTODOXIA E A HETERODOXIA DA INDEPENDÊNCIA DO  
BANCO CENTRAL DO BRASIL**

Monografia apresentada ao Curso de Ciência Econômicas da  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como parte dos  
requisitos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências  
Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima

Aprovado em: Porto Alegre, \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2016.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Antônio Ernani Martins Lima – Orientador

---

Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht - UFRGS

---

Prof. Dr. Sergio Marley Modesto Monteiro - UFRGS

## **Agradecimentos**

Agradeço, inicialmente, a todos os meus familiares que me suportaram de todas as formas possíveis ao longo de toda a minha vida. Especialmente aos meus pais, Carlos Eduardo e Geórgia, às minhas tias, Madalena e Ligia, à minha avó, Flávia, e aos meus irmãos Vinicius e Mateus. Esta conquista não é apenas minha, mas de todos vocês que sempre me incentivaram, em todos os sentidos, a buscar os meus mais diversos sonhos.

Agradecimento especial ao meu orientador, Antônio Ernani Martins Lima, por toda paciência e apoio na estruturação deste trabalho, além de total disponibilidade e interesse na sua orientação. Também agradeço a todos os professores da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, pelo auxílio e aprendizado nesta fase da minha vida.

Agradeço a todos os meus amigos por terem feito parte de mais um capítulo da minha vida. Alguns de longa data, outros que ganhei ao longo desta trajetória na UFRGS e pelos corredores da faculdade.

## Resumo

O objetivo desta monografia consiste em realizar uma análise, do ponto de vista teórico e histórico, da discussão quanto à Teoria da Independência do Banco Central, além do desenvolvimento desta instituição no Brasil. A ideia inicial parte da análise das visões da Escola Novo-Clássica e da Escola Pós-Keynesiana, seja em termos gerais, quanto em termos específicos do objetivo central do trabalho. Após esta análise, apresenta-se a história do desenvolvimento do Banco Central do Brasil e seus principais acontecimentos. Por fim, objetiva-se a análise quanto às formas de mensuração da independência do Banco Central, além de apresentar os dados quanto ao grau de independência do Banco Central do Brasil.

**Palavras-chave:** Independência; Banco Central; Política Monetária; Brasil; Escola Novo-Clássica; Escola Pós-Keynesiana.

## **Abstract**

The purpose of this paper is to perform an analysis, from a theoretical and historical point of view, about the discussion about the theory of central bank independence, and the development of this institution in Brazil. The initial idea is about the analysis of the views of the New-Classical School and the Post-Keynesian School, in general terms and in specific terms of the central objective of this work. After this analysis, it shows the history of the development of the Central Bank of Brazil and its main events. Finally, the objective is the analysis on ways to measure the independence of the Central Bank, in addition to presenting the data on the degree of independence of the Central Bank of Brazil.

**Key words:** Independence; Central Bank; Monetary Policy; Brazil; New-Classical School; Post-Keynesian School.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>2 TEORIAS DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL .....</b>	<b>11</b>
2.1 A ESCOLA NOVO-CLÁSSICA .....	11
2.1.1 INTRODUÇÃO À ESCOLA NOVO-CLÁSSICA .....	11
2.1.2 ESCOLA NOVO-CLÁSSICA E A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL .....	14
2.2 A ESCOLA PÓS-KEYNESIANA .....	19
2.2.1 INTRODUÇÃO À ESCOLA PÓS-KEYNESIANA .....	19
2.2.2 ESCOLA PÓS-KEYNESIANA E O BANCO CENTRAL .....	22
2.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	25
<b>3 O BANCO CENTRAL DO BRASIL .....</b>	<b>28</b>
3.1 A CRIAÇÃO E CONSOLIDAÇÃO DA SUMOC .....	28
3.2 A CRIAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL .....	30
3.3 DECRETO Nº 91.156/85 E O PROBLEMA DA “ZERAGEM AUTOMÁTICA” .....	33
3.4 A NOVA MATRIZ MONETÁRIA – O SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO .....	36
<b>4 INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL .....</b>	<b>40</b>
4.1 INDEPENDÊNCIA LEGAL .....	40
4.2 INDEPENDÊNCIA EFETIVA .....	49
<b>5 CONCLUSÃO .....</b>	<b>53</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>56</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A estabilização de preços, assim como apresentada pelas escolas de caráter ortodoxo, tornou-se um dos principais pilares da política monetária, além do principal objetivo das instituições responsáveis pelo controle destas políticas. Além disso, tomando o caso Brasil como exemplo, a sociedade cada vez mais preza pelo nível de inflação, principalmente visto os últimos anos de total instabilidade deste e do tamanho em que o nível de preços alcançou ao longo das últimas quatro décadas. As altas taxas de inflação, vivenciadas ao longo do período da década de 1980, 1990 e, recentemente, nos anos 2000, interferem diretamente nas relações econômicas do país, tanto interna, quando externamente, no entanto esta interferência não ocorre de forma positiva.

No contexto global, admite-se que o estudo quanto à independência do Banco Central tenha iniciado por volta da década de 1970, conforme aponta Mendonça (2003):

*“No período anterior aos anos 70 prevalecia a ideia, tipicamente Keynesiana, de que a política monetária deveria ser conduzida tendo a preocupação de evitar o desemprego. É importante ressaltar que este comportamento não significava que a inflação era desprezada como um dos objetivos da política monetária, o ponto a ser lembrado é que, naquela época, a inflação não representava uma ameaça para o equilíbrio macroeconômico dos diversos países e havia a necessidade de recuperar, via crescimento econômico, o tempo perdido com a II Grande Guerra Mundial” (MENDONÇA, H.F. Independência do Banco Central e Coordenação de Políticas: Vantagens e Desvantagens de Duas Estruturas para Estabilização. Revista de Política Econômica. Rio de Janeiro, v.23, n.1, p. 109, mar. 2003).*

Além disso, relata-se que o rompimento deste cenário keynesiano tenha ocorrido especificamente no ano de 1971, como cita Mendonça (2003):

*“Todavia, diversos fatores (no período de 1971-1973) contribuíram de forma decisiva para o rompimento da estrutura que prevalecia na condução da política monetária. Do ponto de vista prático foram observados o fim do sistema de Bretton Woods e o primeiro grande choque do petróleo. Por outro lado, sob a perspectiva teórica, foi introduzido o conceito de expectativas racionais à teoria da política econômica. A conjugação desses fenômenos foi responsável por uma inflexão do desenho da política monetária em busca da estabilidade de preços.” (MENDONÇA, H.F. Independência do Banco Central e Coordenação de Políticas: Vantagens e Desvantagens de Duas Estruturas para Estabilização. Revista de Política Econômica. Rio de Janeiro, v.23, n.1, p. 109-110, mar. 2003).*

É a partir da ocorrência destes episódios, no contexto econômico global, que o argumento acerca da estabilidade de preços se torna o principal pilar da política monetária, além de que esta estabilidade deve ser o objetivo principal de um Banco Central livre das pressões e influências do poder do Governo Central de uma nação. Dentro deste contexto, surge a ideia de que a Independência do Banco Central traz a importância acerca da ideia de que a autoridade monetária deve possuir independência quanto aos seus objetivos e instrumentos, além de que a sua administração (no tocante aos seus dirigentes) deve estar totalmente desvinculada das escolhas do poder Executivo do Governo Central.

Ao analisarmos o estudo do caso Brasil, os estudos quanto à possibilidade de independência do Banco Central do Brasil se iniciam, principalmente, quando ocorre a adoção ao Regime de Metas de Inflação, em junho do ano de 1999 no governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso. O mesmo foi importantíssimo no tocante ao Banco Central do Brasil visto que visa uma maior autonomia a esta instituição na execução da política monetária para alcançar tais metas estipuladas no plano.

Exposto isto, 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 pela Escola Pós-Keynesiana, e, a partir deste estudo, realizar uma análise do desenvolvimento do Banco Central do Brasil desde a sua criação, até o período atual, com foco na avaliação do seu grau de independência ao longo dos tempos analisados.

O objetivo do segundo capítulo deste trabalho é a análise teórica a respeito das duas escolas que estudam a Independência do Banco Central, tanto em termos gerais, quanto em termos específicos ao tema desta monografia. Posto isso, faz-se a necessidade de apresentar as contraposições entre estas duas teorias e a escolha pela Escola Novo-Clássica como matriz do direcionamento do autor, conforme é percebido ao longo do restante deste trabalho.

O terceiro capítulo consiste no estudo da história do Banco Central do Brasil, apresentando o seu desenvolvimento desde a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), em abril do ano de 1945, no governo do Presidente Eurico Gaspar

Dutra, passando pela efetiva criação do Banco Central do Brasil, em dezembro do ano de 1964, no governo do Presidente Humberto de Alencar Castello Branco, finalizando a análise após a adoção do Regime de Metas de inflação, em junho do ano de 1999, quando ocorreu um dos principais direcionamentos da matriz da política monetária do país.

Finalmente, o último capítulo consistirá na definição da Teoria da Independência do Banco Central do Brasil e na análise sobre o grau de independência desta instituição, com relação ao estudo de Alex Cukierman, Steven B. Webb e Bilin Neyapti, de 1992, apresentando o que foi denominado de “independência legal” e “independência efetiva. Por fim, apresenta-se o estudo recente de Marco Arnone, Bernard J. Laurens e Jean-François Segalotto sobre o mesmo tema, com dados atualizados sobre o Brasil, na data de 2006.

Por fim, a parte final refere-se à apresentação das principais conclusões obtidas ao longo deste trabalho.

## 2 TEORIAS DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL

### 2.1 A ESCOLA NOVO-CLÁSSICA

#### 2.1.1 INTRODUÇÃO À ESCOLA NOVO-CLÁSSICA

Com o objetivo de contrapor a escola Keynesiana, que surgira com grande força na teoria econômica geral na década de 1930, além de ser uma nova alternativa à política monetária introduzida por Milton Friedman na década de 1960, a Escola Novo-Clássica surge como um novo expoente ortodoxo na economia, tendo certa influência da economia clássica introduzida por Adam Smith em sua obra intitulada “A Riqueza das Nações” de 1776. Com início datado do final da década de 1970, esta nova escola, marcada por nomes como Robert Lucas, Robert Barro, Thomas J. Sargent, Edward Prescott e Finn E. Kydland, baseou sua teoria no que os autores denominaram de Hipótese das Expectativas Racionais (HER), em contrapartida à Hipótese das Expectativas Adaptativas (HEA) de Milton Friedman.

De acordo com Dathein (2003):

*“ Com base nestas críticas, foi construída a Hipótese das Expectativas Racionais (HER). Em sua versão fraca, ela afirma que os agentes formam suas expectativas e agem da melhor forma possível, usando as informações disponíveis, não havendo racionalidade, portanto, nos erros sistemáticos que seriam admitidos pela HEA. Em sua versão forte, a HER afirma que os agentes possuem um modelo econômico, acreditam neste modelo e que só este é correto; portanto, sabem como a economia funciona e agem e antecipam o comportamento da economia com base neste modelo. Além disto, os agentes possuem as informações relevantes e aprendem com a experiência, não repetindo erros. Desta forma, a base das expectativas é a teoria e o estoque de informações. “ (DATHEIN, R. Uma Introdução à Teoria Novo-Clássica. DECON/UFRGS. Porto Alegre, p.1-2, fev. 2003).*

De acordo com os pressupostos da Escola Novo-Clássica, a mesma, em geral, baseia-se em três pilares principais:

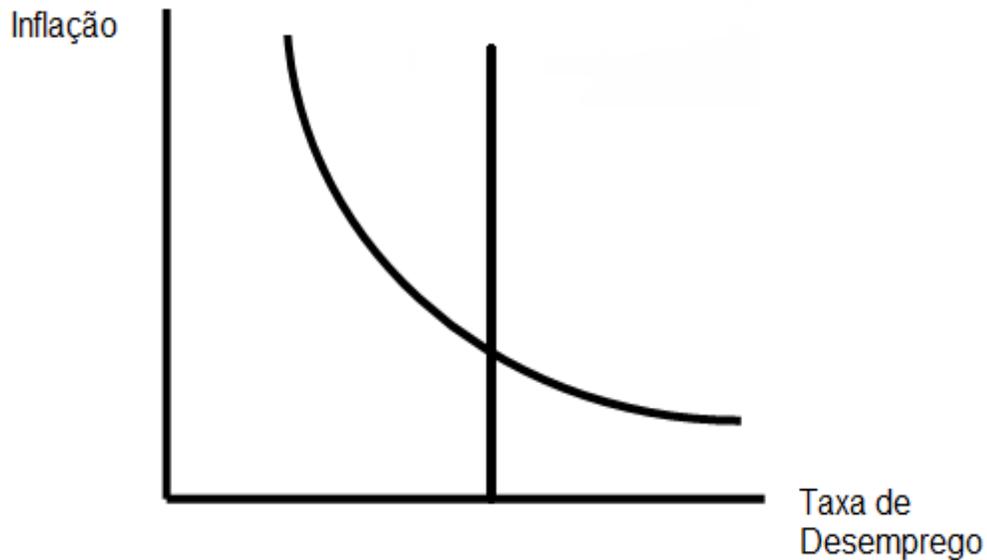
- (1) Os agentes econômicos, maximizadores, otimizam as informações e formam expectativas olhando tanto o passado como o futuro.
- (2) Hipótese de existência de uma taxa natural de desemprego, a qual prevalecerá sempre na ausência de políticas-surpresa;
- (3) Existência de viés inflacionário no comportamento do governo. Este, por razões políticas, busca resultados ainda que transitórios sobre as variáveis reais da economia.

A partir disto, a ideia da Escola Novo-Clássica é que os agentes, racionais como são, antecipam as movimentações econômicas geradas pelo governo, causando com que estas movimentações gerem um efeito nulo na economia no longo prazo.

Foi com base nos pressupostos esboçados acima que Robert E. Lucas Jr., em 1972, em seu artigo intitulado “*Expectations and the Neutrality of Money*”, formulou uma nova versão da Curva de Phillips (trade-off entre inflação e desemprego) de William Phillips.

*“ Ao contrário da versão de Friedman, segundo a qual os agentes formam expectativas com base nos acontecimentos passados (expectativas adaptativas), na versão de Lucas os agentes usam de forma racional as informações disponíveis, supostas completas e corretas, para tomar suas decisões, prevendo corretamente as decisões da política econômica e neutralizando seus efeitos. Desse modo, a Curva de Phillips é vertical indicando que a taxa de desemprego corrente é igual à taxa de desemprego natural” (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. 271, ago. 2006).*

**Gráfico 1 – Curva de Phillips vs. Curva de Phillips de Robert Lucas**



Fonte: Elaborada pelo autor.

Assim, apenas políticas econômicas geradas pelo governo, caracterizadas como imprevisíveis, isto é, em um contexto de informações incompletas, seriam possíveis de gerar desequilíbrios. No entanto, a conclusão da teoria Novo-Clássica é que, mesmo estes possíveis desequilíbrios, neste caso, seriam considerados apenas de curto prazo, visto que os agentes, ao perceberem a existência dos mesmos, tendem a atuar no sentido de neutralizar as imperfeições.

Avaliando do lado da política monetária, baseando-se nos pressupostos da Escola Novo-Clássica, a ideia de que uma política monetária expansionista, com aumento de M1 (moeda em poder público, papel-moeda), com o objetivo de aumentar o nível de emprego, seria nula no longo prazo, podendo apenas ter efeito no curto prazo, no tocante que a mudança seria imprevisível para os agentes econômicos. Por outro lado, se a mesma fosse prevista, os mesmos agentes antecipariam seus efeitos, atuando no contexto em que o resultado seria apenas o aumento da inflação. É com base nesta conclusão que a Curva de Phillips original não seria vista como verdadeira, consolidando a ideia da Curva de Phillips vertical de Lucas e de neutralidade da moeda, conforme conclui Freitas (2006):

*“ 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 desconfiças em relação ao comportamento do governo e asseguraria a credibilidade da política monetária. ” (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. 271-272, ago. 2006).*

Em geral, a teoria Novo-Clássica dá continuidade à ideia de equilíbrio de mercado iniciada com a economia Clássica de Adam Smith. A ideia de perfeita flexibilidade salarial e “*market clearing*” são os dois pilares macroeconômicos de ambas teorias, que têm como conclusão a ideia que possíveis flutuações de produto e emprego não seriam originárias da rigidez ou não rigidez de preços e salários. A ideia de não neutralidade da moeda, iniciada com a teoria de John Maynard Keynes, teria efeito sobre a evolução do nível de emprego, ou até de questões como excesso de oferta de mão-de-obra e desemprego involuntário.

*“ Os trabalhadores estariam sempre sobre a curva de oferta de mão-de-obra, de forma que qualquer variação do emprego, por maior que fosse, seria sempre uma opção voluntária dos trabalhadores, com estes se excluindo ou inserindo no mercado de trabalho. Variações do emprego, no curto prazo, poderiam ser causadas por erros aleatórios de previsão de inflação, como consequência de políticas imprevistas. Contudo, estes efeitos não previstos teriam curto fôlego devido à ação rápida das expectativas racionais. ” (DATHEIN, R. Uma Introdução à Teoria Novo-Clássica. DECON/UFRGS. Porto Alegre, p. 3, fev. 2003).*

## 2.1.2 ESCOLA NOVO-CLÁSSICA E A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL

Foi com base nas ideias Novo-Clássicas do final da década de 1970 e a Curva de Phillips de Lucas que Alex Cukierman, por volta de 1992, iniciou seu estudo sobre a tese da independência do Banco Central, tornando-se um dos maiores expoentes teóricos deste assunto. É notável a contribuição de Kenneth Rogoff com o primeiro modelo idealizador da independência do Banco Central, no entanto foi Cukierman, juntamente com Steven B. Webb e Bilin Neyapti, em 1992, os precursores da análise no seu

denominado “*Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcome*”.

A ideia central da independência do Banco Central foi com base nas teorias do “*political business cycle*”, iniciada por William Nordhaus, em 1975, no livro “*The Review of Economic Studies*” da Universidade de Oxford. De acordo com Nordhaus (1975):

*“[...] politicians in democracies have little reason to value future (post-election) consumption. Thus, although private investors can sacrifice short-term consumption to make long-term investments, public investors (politicians) have difficulty doing so. The general pattern is to see a degree of macroeconomic austerity towards the beginning of a politician’s term, then lots of spending at the end (to get ready for the election).” (NORDHAUS, William D. The Political Business Cycles. The Review of Economic Studies, Stockholm, v. 42, n. 2, p. 170, abr. 1975.).*

Neste aspecto, os ciclos políticos afetariam a economia do país, no tocante que estes gerariam efeitos desnecessários visto que o período de efetividade da ação macroeconômica e o período político não estariam coordenados, ou seriam afetados de modo artificial um pelo outro. De acordo com Freitas (2006):

*“Esses ciclos ocorreriam inclusive em contexto de expectativas racionais, dado que as preferências econômicas diversas dos partidos políticos, em conjunto com informações imperfeitas no setor privado e formulação discricionária de política, conduziriam a um viés inflacionário e a uma variabilidade excessiva do produto e da inflação.” (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. 273, ago. 2006).*

Esta interferência do Poder Executivo frente ao Banco Central e à política monetária, portanto, não teria efeito diferente. A ideia de interferência do governo no sentido de aumentar o nível de renda e emprego, ou até financiamento da dívida pública via emissão de papel-moeda (M1), com o intuito da manutenção da posição política partidária atual, as chamadas políticas populistas, é o maior exemplo visível da subordinação da política monetária aos interesses governamentais, explicitados inicialmente na teoria de Nordhaus. A solução, neste quesito, seria a independência do Banco Central, como autoridade máxima relativa à política monetária do país. Esta independência seria a base da eliminação do efeito dos ciclos políticos na economia

monetária do país. Conforme aponta Zahler (1989) em seu artigo sobre a independência do Banco Central do Chile:

*“Implícito en dicha argumentación está el supuesto de que las autoridades de un Banco Central independiente representarían mejor la opinión nacional “más permanente” que las propias autoridades políticas. En términos más generales, esta visión del problema y línea de razonamiento conduce a justificar la permanencia por períodos extremadamente prolongados de los gobernantes, o lo que es lo mismo, a dar una sustentación “técnica” en favor de sistemas político-institucionales en la práctica no pueden ser otros que los de carácter autoritario. (ZAHLER, R. La inserción del Banco Central de Chile. Cuadernos de Economía. Santiago, Universidad Católica de Chile, año 26, n.77, p. 105, abr. 1989).*

Assim como Crocco e Jayme Jr. (2003):

*“[...] 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 o emprego e a 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 o emprego e renda via política monetária não tem efeito nenhum, causando apenas inflação. (CROCCO, M.; JAYME JR, F.G. Independência e Autonomia do Banco Central: mais sobre o debate. Texto para discussão. Belo Horizonte, n.199, p.8, mai. 2003).*

Neste quesito, a necessidade de articulações legais no encontro do objetivo principal da política monetária, a estabilidade de preços, torna-se ainda mais evidente. Neste ponto, Blinder e Bernanke (1987) em “*Credit, Money, and Aggregate Demand*” e Alesina (1989) em “*Politics and Business Cycles in Industrial Democracies*” enfatizam a necessidade de instituir regras que gerariam esta obrigação aos formuladores da política monetária a perseguir este objetivo (estabilidade de preços) no longo prazo. Alesina (1989) ainda conclui que, com base neste pressuposto, a necessidade de criação de agências independentes, a exemplo da independência do Banco Central, seria o ideal no formato de uma economia de agentes racionais, como vislumbra a teoria Novo-Clássica.

Conforme Freitas (2006):

*“O banco central seria então a entidade apolítica à qual é delegada uma parte do poder da autoridade política com o objetivo de preservar a estabilidade dos preços, dado que possui maior aversão à inflação que a média da sociedade. A preservação da estabilidade é um objetivo concorrente com vários outros objetivos da autoridade política, como elevada atividade econômica financiada com déficit orçamentário. Assim, a delegação da responsabilidade pela formulação da política monetária ao banco central independente significa que a autoridade política admite reduzir o conjunto de circunstâncias sob as quais a estabilidade dos preços seria sacrificada com vistas à consecução de outros objetivos. “ (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. 274-275, ago. 2006).*

Quanto à questão de popularidade e reputação dos articuladores da política monetária e seus efeitos na economia, Romer (2000) aborda que existem três possibilidades passíveis de atribuir crédito à instituição, seriam essas:

- (1) Regra fixa de política monetária: o Banco Central deve se comprometer com a manutenção de uma política monetária com uma regra previamente determinada e acordada com os agentes envolvidos;
- (2) *Currency Board*: o Banco Central se compromete a manter o câmbio fixo e a política monetária é toda ela dependente do volume de reservas internacionais disponíveis.
- (3) Banco Central Independente: Objetiva-se delegar a política monetária a um técnico independente do governo e das preferências da sociedade. O presidente do Banco Central deve ser escolhido entre pessoas de reconhecida capacidade técnica e que seja avesso à inflação. O objetivo do Banco Central é tão somente o de operar uma política monetária que garanta inflação baixa. A credibilidade e a reputação estariam garantidas através da manutenção destes objetivos.

Além disso, a reputação positiva, a exemplo da independência do Banco Central, atuaria, ainda, positivamente, no aspecto dos agentes privados. Conforme Cukierman (1992), os efeitos positivos sobre esta classe ocorreriam devido a dois principais fatores:

- (1) Estando livre de pressões políticas, o Banco Central pode promover a estabilidade, reduzindo o prêmio de risco das taxas de juros, principalmente devido ao isolamento da política monetária dos ciclos políticos eleitorais (*political business cycles* – discutidos anteriormente). Neste caso, o estado interferiria o menos possível na atividade econômica, o que possibilita a ocorrência de um ciclo virtuoso de crescimento e estabilidade via mercado;
- (2) Caso o Banco Central sucumba às pressões políticas, isto geraria inevitavelmente a alta da inflação, o que causaria efeitos adversos sobre a performance macroeconômica. Ao contrário, com a determinação da política monetária em garantir baixa inflação, evitaria o *rent seeking*, o que reduziria o prêmio de risco.

Por fim, cabe apresentar os pré-requisitos para a estabilização de um Banco Central independente, conforme descreve Freitas (2006):

*“A independência do banco central diz respeito à sua competência para formular e executar a política monetária, sem intervenção do Executivo, com objetivo de assegurar a estabilidade dos preços, mesmo que tal objetivo contrarie os demais objetivos das autoridades políticas. Nesse sentido são considerados pré-requisitos institucionais: (1) a inclusão no estatuto do banco central do seu objetivo único e exclusivo de combater a inflação e os limites para a interferência do Executivo; (2) existência de regras que fixam mandatos e dificultam a demissão dos dirigentes por razões políticas; e (3) existência de patrimônio próprio e liberdade para definir o próprio orçamento.” (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. 275, ago. 2006).*

O aspecto de independência do Banco Central vem ganhando força ao longo dos últimos anos com base na análise realizada por Alex Cukierman, Steven B. Webb e Bilin Neyapti em 1992. A análise destes autores foi substancial para dar ênfase e prática aos conceitos teóricos iniciados pelos Novo-Clássicos no final da década de 1970 (a mesma ainda será apresentada ao longo dos próximos capítulos).

Em contrapartida a estes teóricos, ainda surgiria uma nova escola econômica, baseada nos pressupostos de John Maynard Keynes e seu livro *“Teoria Geral do*

*Emprego, do Juro e da Moeda*”, denominada como Escola Keynesiana. Estes, agora denominados como Pós-Keynesianos, serão apresentados ao longo da próxima seção.

## 2.2 A ESCOLA PÓS-KEYNESIANA

### 2.2.1 INTRODUÇÃO À ESCOLA PÓS-KEYNESIANA

Com o objetivo de uma revisão e, conseqüentemente, acrescentar elementos à teoria de John Maynard Keynes, surge, a partir da década de 1970, a Escola Pós-Keynesiana, marcada por economistas como Paul Davidson, Hyman Minsky e Jan Kregel. A base do pensamento heterodoxo dos Pós-Keynesianos, e do próprio Keynes, é a consideração que as variáveis monetárias da economia causam efeitos reais nas variáveis do emprego e da renda, de acordo com a hipótese de não neutralidade da moeda na economia, em contraposição às ideias Novo-Clássicas e Clássicas demonstradas anteriormente. Neste sentido, Keynes e seus sucessores seriam responsáveis pela apresentação da economia capitalista como uma economia monetária de produção. Conforme Freitas (2006):

*“ Em contraste com a corrente Keynesiana da síntese neoclássica (os chamados Keynesianos bastardos, expressão cunhada pela economista inglesa Joan Robinson) que popularizou a ideia de que para Keynes a moeda não importava e que apenas a política fiscal possuía eficácia em termos dos efeitos sobre a demanda agregada da economia, a corrente Pós-Keynesiana procura mostrar a importância que Keynes atribuía à política monetária resgatando 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, Maria Cristina Penido. Banco Central Independente e Coordenações das Políticas Macroeconômicas: Lições para o Brasil. Economia e Sociedade. Campinas, v. 15, n. 2, p. 277-278, ago. 2006).*

A base da não neutralidade da moeda, neste sentido, para Keynes, segue a teoria das três funções básicas deste ativo conforme o próprio autor:

- (1) Moeda como reserva de valor;

(2) Moeda como unidade de conta;

(3) Moeda como meio de troca.

Seguindo este raciocínio, é passível de percepção o principal objetivo de Keynes no tocante à economia monetária e seus impactos na realidade econômica de um país. A integração do comportamento comercial da economia (compra e venda de bens), juntamente com o sistema monetário-financeiro, cria um ambiente completamente novo em relação ao papel da moeda na economia e aos impactos (positivos e negativos) no resultado geral de desenvolvimento (ou não) de um país. Assim, a moeda, não mais apenas como meio de troca, a exemplo das teorias econômicas ortodoxas, surge como parte de um sistema muito mais completo e sofisticado: os sistemas monetários e financeiros mundiais.

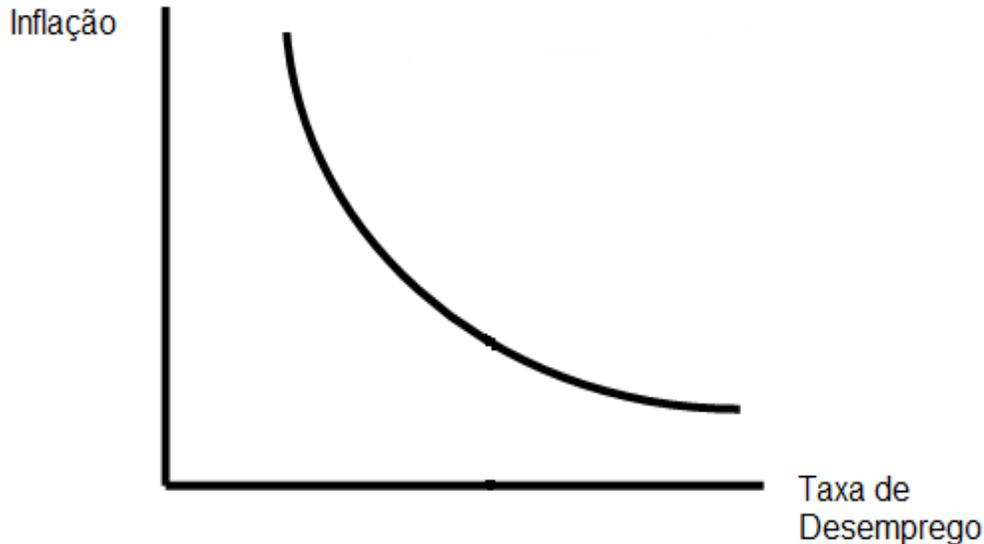
De acordo com Freitas (2006):

*“ Nesse tipo de economia onde a moeda é um ativo desejado por ser a expressão máxima de liquidez e do poder de tudo comprar em qualquer lugar e a qualquer momento, as decisões dos agentes em termos da alocação e busca de valorização de riqueza podem dar origem ao desemprego involuntário, se a demanda por liquidez reduz a demanda efetiva por bens e serviços. Keynes considerava a política monetária como um importante instrumento para promover alterações na produção e reduzir o desemprego, pois a moeda é um objeto desejado por si mesmo pelos agentes que buscam a liquidez. 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. A moeda é uma instituição fundada em regras e convenções, que evoluem segundo as mudanças das práticas sociais. Ao mesmo tempo, representa a liquidez perfeita e pode ser detida privadamente pelos agentes como uma alternativa à outras formas de acumulação de riqueza. “ (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. 278, ago. 2006).*

Assim, fica cada vez mais evidente a crítica à ortodoxia da teoria de neutralidade da moeda na percepção de que, ao mesmo tempo em que observamos coordenações via mercado ao final (*ex post*) da análise comercial da economia, é passível de observação outro tipo de coordenação, esta anterior ao comércio de bens e serviços. Essa coordenação seria determinada como *ex ante* e seria fundada em transações entre moedas no sistema monetário e financeiro mundial.

Neste sentido, fica contraposto, ao seguir o raciocínio apresentado no capítulo anterior, que a moeda possui efeitos nas variáveis reais da economia, afetando, inclusive, a inflação, conforme apontado por William Phillips na clássica Curva de Phillips (trade-off entre inflação e desemprego).

**Gráfico 2 – Curva de Phillips**



Fonte: Elaborada pelo autor.

Conforme demonstra Freitas (2006):

*“ A moeda sanciona ex post decisões anteriormente tomadas no que se refere à fixação dos preços, à formação de estoques, às decisões de gastos e à forma de alocação da poupança financeira. Isso significa que na economia capitalista, no contexto de incerteza, as decisões planejadas pelos agentes econômicos demandam liquidez para serem efetivadas. Nem sempre as expectativas dos agentes se realizam, pois, as decisões de alguns agentes podem não coincidir e não sancionar decisões particulares tomadas por outros agentes. “ (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. 280, ago. 2006).*

Na última citação, Freitas inicia o debate sobre a Hipótese das Expectativas Racionais, alvo dos economistas Novo-Clássicos com a Hipótese da Expectativas Adaptativas abordada anteriormente. A economia Pós-Keynesiana, ao contrário da última, defende a intervenção do estado na economia como alocador ótimo de recursos. As discussões acerca disso serão realizadas na sequência deste trabalho, quando

abordada a relação da teoria Pós-Keynesiana e a independência do Banco Central. Como último enfoque, é importante citar a conclusão de Freitas (2006):

*“ Seguindo a interpretação de Keynes, os economistas Pós-Keynesianos consideram que a interação das decisões dos agentes econômicos, tomadas sob condições de incerteza, condiciona a eficácia da política monetária como instrumento de controle da oferta monetária e da estabilidade dos preços. Em outras palavras, a eficácia da política monetária para estimular o aumento da produção e a redução do emprego dependerá, de um lado, das ações do banco central e, de outro lado, das reações dos bancos, das empresas e dos indivíduos. No mundo real, no qual existe incerteza e irreversibilidade temporal, o comportamento dos agentes não pode ser previsto, o que faz com que cada participante do mercado desconheça as decisões dos demais. Desse modo, não há como assegurar uma convergência para o equilíbrio. ” (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. 280, ago. 2006).*

## 2.2.2 ESCOLA PÓS-KEYNESIANA E O BANCO CENTRAL

É clara a ideia, de acordo com o exposto até aqui, que a independência do Banco Central, sob análise da teoria Pós-Keynesiana, não é defendida pelos economistas desta vertente. A principal argumentação destes estudiosos vai em contrapartida ao apresentado pela economia Novo-Clássica. A existência do viés inflacionário, motivo preponderante para a decisão quanto à independência do Banco Central, não é uma conclusão do estudo da escola Pós-Keynesiana. Pelo contrário, a tese de não neutralidade da moeda não acredita no viés inflacionário, no tocante que as ações coordenadas pela política monetária redigida pelo estado e o Banco Central, estariam ao encontro ótimo em relação ao desenvolvimento econômico do país. Assim, a instituição de controle monetário da região teria um papel indispensável na execução das políticas monetárias conforme a orientação do poder executivo.

Como descreve Freitas (2006):

*“ Como guardião da convenção monetária, é o banco central que fornece o meio de liquidação das posições interbancárias líquidas. Em outras palavras, a moeda bancária ou a moeda de crédito nasce como moeda privada, cuja validação social é fornecida pelo Estado através do banco central que garante a conversão das moedas bancárias privadas em moeda central ou legal. É a existência do banco central que permite que os ativos emitidos pelos bancos (os depósitos à vista) sejam substitutos perfeitos da moeda legal, ou seja, a moeda de curso forçado*

*de poder liberatório que é a unidade de conta e meio de pagamento último de todos os contratos econômicos relevantes. Os bancos são os únicos agentes econômicos que combinam criação monetária e gestão do capital de empréstimo. Essas funções distintas, mas interligadas, são cruciais na dinâmica da acumulação de capital. De um lado, criam moeda, sob a forma de depósito à vista, ao conceder crédito. De outro, atuam como intermediários mobilizando a poupança financeira e servindo de elo entre a esfera da circulação produtiva e a esfera da circulação financeira. “ (FREITAS, Maria Cristina Perido. Banco Central Independente e Coordenações das Políticas Macroeconômicas: Lições para o Brasil. Economia e Sociedade. Campinas, v. 15, n. 2, p. 279, ago. 2006).*

Assim, a falta de coordenação entre o poder executivo e o Banco Central, abriria debate para uma possível falha econômica e, obviamente, retrocesso em função da política monetária do país. A ideia aqui vai ao encontro entre as escolhas ótimas públicas versus as escolhas privadas dos agentes econômicos. A heterodoxia da escola Pós-Keynesiana e a defesa da intervenção do estado na economia abre espaço para o confronto entre a melhor opção para a estabilidade e desenvolvimento: a regulação por mercado ou a regulação pela intervenção do governo?

*“ O ponto de argumento desenvolvido até aqui é mostrar que, longe de se apoiar na solidez da ciência econômica (se se pode dizer que algo em economia está solidamente estabelecido), o argumento em prol da independência do Banco Central repousa em bases restritas e altamente duvidosas, talvez ainda mais frágeis que aquelas que sustentaram a posição pró-regras quantitativas fixas no debate sobre política monetária dos 70 e 80. “ (CARVALHO, Fernando J. Cardim. A independência do Banco Central e a disciplina monetária: observações céticas. Revista de Economia Política. Rio de Janeiro, v. 15, n. 4, p. 137, out. 1995).*

Portanto, ainda de acordo com Carvalho (1995):

*“ A noção de que bancos centrais foram criados com a função de estabilização do poder de compra da moeda não tem qualquer fundamento. Na verdade, essas instituições foram criadas para relaxar restrições sobre crédito e a circulação monetária colocadas pelos padrões de moeda-mercadoria. As instituições mais antigas, das quais o Banco da Inglaterra é o exemplo mais importante, mas cujas linhas gerais são válidas também para o Banco da França e os bancos centrais alemães do século XIX, surgiram com a função de aliviar as restrições sobre os gastos do setor público. Em troca desse serviço, esses bancos receberam privilégios de emissão que acabaram por tornar suas notas de ativo de reserva para outros bancos comerciais, evoluindo-se para uma situação em que aquelas instituições se tornaram “banco dos bancos”. A institucionalização dessa função formalizou um dos papéis mais importantes dos bancos centrais modernos, e que existem para dar segurança à operação de instituições bancárias, tornando a oferta de ativos monetários elástica e não o seu contrário. “ (CARVALHO, Fernando J. Cardim. A independência do Banco Central e a disciplina monetária: observações céticas. Revista de Economia Política. Rio de Janeiro, v. 15, n. 4, p. 138, out. 1995).*

A resolução de conflitos, neste caso, poderia ir ao encontro, inclusive, do quesito da estipulação da taxa de juros da economia. As taxas de juros elevadas, conforme esta teoria, poderiam ser um facilitador em relação à entrada de capitais externos ao país, ao mesmo tempo que taxas de juros baixas estimulam a produção e o emprego conforme a não neutralidade da moeda. Na visão heterodoxa sobre a independência do Banco Central, a falta de coordenação entre as políticas do poder executivo e do Banco Central pode levar à estagnação da economia da nação e ao aumento do desemprego involuntário. Além disso, a política monetária trabalha fortemente no quesito de administração do déficit público do governo central do país. A não atuação desta instituição sobre este déficit pode levar a futuras falhas na política fiscal regida no país, além de uma percepção econômica negativa frente às análises realizadas pelos outros países do globo.

A instabilidade financeira alinhada à economia capitalista, conforme apontada pelos economistas Pós-Keynesianos, fecha o ciclo de argumentação da escola de princípios de John Maynard Keynes acerca da independência ou não da instituição máxima de ação da política monetária.

De acordo com Freitas (2006):

*“Finalmente, um outro aspecto importante a ser considerado na discussão em torno da independência do banco central é a questão da instabilidade financeira intrínseca à economia capitalista, fundada na moeda de crédito. O objetivo exclusivo da estabilidade dos preços poderia dificultar uma rápida ação do banco central ante a ameaça de instabilidade financeira, dado que há uma evidente contradição entre a função de guardião do valor da moeda e a função de prestamista em última instância para impedir a ocorrência de grave crise financeira. Por mais que se reforce a regulamentação prudencial, não é possível eliminar completamente o risco de ocorrência de crises bancárias, que, em função da gravidade, redundem em contração abrupta de crédito e falências em cadeia, afetando a atividade produtiva e provocando desvalorizações patrimoniais.” (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. 283, ago. 2006).*

Complementando com a análise do caso Brasil, conforme aponta Carvalho (1995):

*“Na verdade, mais do que a visão simplista da literatura da independência, o exame do comportamento efetivo destas instituições nos leva a um quadro diferente com relação aos fatores operativos realmente decisivos no relacionamento entre o poder executivo e os bancos centrais. Em primeiro lugar,*

*o grau de consenso social em torno da estabilidade. Em segundo, a importância de personalidades e conjunturas específicas na determinação do comportamento da autoridade monetária. Bancos centrais independentes comportam-se de modo, senão subserviente, certamente convergente em conjunturas em que suas diretorias são fracas e/ou o poder central é exercido por lideranças fortes [...] 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, em que 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, Fernando J. Cardim. A independência do Banco Central e a disciplina monetária: observações cétricas. Revista de Economia Política. Rio de Janeiro, v. 15, n. 4, p. 139-140, out. 1995).*

## 2.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após a apresentação das teorias relacionadas à independência do Banco Central sobre a ótica da Escola Novo-Clássica e da Escola Pós-Keynesiana, é de suma importância a compilação de todas as informações quanto às divergências principais entre os pressupostos expostos nos capítulos anteriores.

Dentre eles, faz-se destaque:

- (1) A condição de neutralidade (ou não neutralidade) da moeda;
- (2) A existência (ou não) da Taxa Natural de Desemprego;
- (3) A posição de defesa (ou não) em relação à independência do Banco Central;
- (4) A existência (ou não) do chamado viés inflacionário;
- (5) O objetivo principal do Banco Central;
- (6) Como realizar a mensuração do grau de independência do Banco Central.

Exposto isto, o quadro abaixo tem o objetivo de apresentar, resumidamente, as contraposições entre as teorias abordadas neste trabalho:

**Tabela 1 – Divergências entre a Escola Novo-Clássica e a Escola Pós-Keynesiana**

Descrição	Novo-Clássicos	Pós-Keynesianos
Moeda	Neutra	Não é neutra
Taxa Natural de Desemprego	Existe	Não existe
Independência do Banco Central	A favor	Contra
Viés Inflacionário	Existência de viés inflacionário na atuação do governo na política monetária	Não existência de viés inflacionário na atuação do governo na política monetária
Objetivo do Banco Central	Estabilidade de preços	Coordenação com a política fiscal do governo, com objetivo de promover o crescimento das variáveis reais da economia
Mensuração da Independência do Banco Central	Relacionada à análise dos aspectos legais e práticos ligados ao Banco Central	Não existe análise quanto à mensuração da Independência do Banco Central

Fonte: Elaborada pelo autor.

Faz-se necessário concluir que, ao analisar ambas teorias, pode-se perceber que a Escola Novo-Clássica, conforme o seu objetivo principal de estabilidade de preços, é a favor da Independência do Banco Central do Brasil. O oposto ocorre para a Escola Pós-Keynesiana, que apresenta a coordenação com a política fiscal do governo como o principal objetivo daquela instituição. O restante do trabalho será analisado sob a ótica da Escola Novo-Clássica, apoiando que a independência do Banco Central é condição importantíssima para o desenvolvimento da política monetária do país.

### 3 O BANCO CENTRAL DO BRASIL

#### 3.1 A CRIAÇÃO E CONSOLIDAÇÃO DA SUMOC

O início da história do Banco Central do Brasil (BACEN) pode ser marcado na década de 1940, mais precisamente na data de 2 de abril de 1945, quando, no governo do Presidente Eurico Gaspar Dutra, ocorreu a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), através do Decreto-Lei nº 7.293/45. Embora parte da doutrina ortodoxa da época sugira que a primeira tentativa de estabelecimento do BACEN foi a recriação da Carteira de Redesconto (Cared) do Banco do Brasil, no ano de 1930, a ação considerada como decisiva, para a criação da autoridade monetária, foi a criação da instituição de 1945. O projeto liderado pelos economistas Eugênio Gudin e Octávio Gouvêa de Bulhões deu início ao órgão, o qual possuía a função de controlar e formular as políticas relacionadas à moeda e ao crédito.

A criação, marcada por conflitos político-econômicos, pode ser inicialmente representada conforme aponta Corazza (2006):

*“O processo formal de sua criação levou nada menos que 20 anos, a partir de seu primeiro embrião, a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), em 1945, até a criação do Banco Central do Brasil, em 31 de dezembro de 1964. Outros 22 anos foram necessários para que se completasse seu aperfeiçoamento institucional e ele se tornasse, formalmente, a única autoridade monetária, uma vez que, mesmo após sua criação, o BACEN continuou a dividir funções de banco central com o Banco do Brasil, até a promulgação da última Constituição, em 1988.” (CORAZZA, G. O Banco Central do Brasil: Evolução Histórica e Institucional. Perspectiva Econômica. Porto Alegre, v.2, p.2, jan. 2006).*

A resistência quanto à criação e ação da SUMOC no quesito da política monetária encontrava-se no Congresso Nacional e, principalmente, no Banco do Brasil. Eram nessas instituições que se materializavam os interesses de setores específicos da economia brasileira da época, a exemplo dos setores rural, industrial e bancário. A relutância do Congresso Nacional, neste sentido, materializava-se nos desejos do próprio Governo Central, visto o financiamento constante deste por meio do Banco do Brasil – visto como a autoridade monetária da época – que, de acordo com os defensores desta

instituição, já atuava nas funções destinadas ao Banco Central e que, no caso, não era necessária uma nova instituição para este processo.

Devido a todas estas imposições, inicialmente a SUMOC atuou como um órgão intermediário, no entanto sempre deixando claro o seu objetivo principal: preparar a organização do Banco Central do Brasil.

Estas resistências encontradas, inicialmente, à SUMOC, podem ser observadas por meio da análise dos instrumentos de política monetária concedidos àquele órgão, de acordo com suas designações. Instrumentos como a Carteira de Redesconto e a Carteira de Mobilização Bancária (Camob), além da Caixa de Depósito, sujeitos à ação da SUMOC, inicialmente fizeram parte apenas da estrutura do Banco do Brasil. Essas e outras resistências encontradas ao longo do percurso de consolidação da SUMOC (e, futuramente, do Banco Central do Brasil) perduraram até a segunda metade da década de 1950, quando, finalmente, ocorreu uma clara divisão das atividades de cada órgão no quesito da política monetária do país. Estas seriam, na época, divididas entre a SUMOC, o Banco do Brasil e o Tesouro Nacional.

Após esta divisão, foram atribuídas à SUMOC funções típicas de um Banco Central, a exemplo da fixação dos juros de redesconto, estipulação do percentual dos depósitos compulsórios dos bancos, fiscalização dos bancos comerciais e as responsabilidades com o estabelecimento e condução da política cambial e de mercado aberto. O problema, naquele momento, mantinha-se no quesito de emissão e controle de papel-moeda na economia do país. Este, concentrado ainda nas mãos do Tesouro Nacional, inviabilizava qualquer forma de atuação típica de um Banco Central, minimizando a participação e independência da SUMOC na tomada de medidas, de acordo com as suas atribuições, como formulador e controlador da política monetária. Nesse caso, fazia-se cada vez mais necessária a criação efetiva e a consolidação do Banco Central do Brasil.

### 3.2 A CRIAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

“A verdade é que a SUMOC só se transformou mesmo em instituição controladora da moeda quando veio o Banco Central. ” (Bulhões, 1990, p. 93).

A efetiva criação do Banco Central do Brasil, sendo o Brasil um dos últimos países a criar o seu próprio Banco Central, data de 31 de dezembro de 1964, no governo do Presidente Humberto de Alencar Castello Branco, através da Lei nº 4.595, de 31.12.1964. O estabelecimento, novamente, de um presidente militar, a exemplo do ocorrido com o Presidente Eurico Gaspar Dutra quando ocorreu a criação da SUMOC, além da nomeação de Octávio Gouvêa de Bulhões para Ministro da Fazenda, fez com que o objetivo da criação do Banco Central do Brasil, como instituição de controle da política monetária, fosse finalmente concluído. Não obstante, o cenário de estagflação vivenciado pela economia do país, com uma inflação próxima à 79% anualmente e um ritmo de crescimento econômico de cerca de 0.60% ao ano, no fim de 1963, reforçava cada vez mais a necessidade da centralização da política monetária do Brasil em apenas uma instituição.

Frente a esse cenário, a substituição da SUMOC e a consolidação das atividades do novo órgão, foram estabelecidas conforme a centralização da política monetária em nome do Banco Central do Brasil. Entre as principais mudanças ocorridas em 1964 estavam:

- (1) A responsabilidade total pela emissão de moeda;
- (2) As operações de crédito do governo através da compra de títulos;
- (3) O controle e a execução da política de câmbio.

Não obstante, outro contexto importante atribuído à reforma monetária da época foi a criação do Conselho Monetário Nacional (CMN). Esse, responsável por supervisionar as políticas monetária, de crédito, orçamentária, fiscal e da dívida pública

do Brasil, atuaria diretamente com o Banco Central do Brasil e o Ministério da Fazenda no tocante à supervisão, controle e execução das políticas monetárias.

O reestabelecimento da autoridade da política monetária do país, mediante à substituição da SUMOC pelo BACEN, acarretou uma nova divisão das atividades entre os principais articuladores desta política: Banco Central do Brasil, Banco do Brasil e Tesouro Nacional. A centralização das atividades no BACEN como principal articulador atuou tanto no âmbito político como no econômico, este último representado pela diminuição do poder do Banco do Brasil e do Tesouro Nacional, principalmente no tocante à emissão de papel-moeda, turbulência enfrentada anteriormente quando da criação da SUMOC em 1945.

Contudo, mesmo com todas as modificações, o período da década de 1960 ainda reservaria uma série de conflitos entre o BACEN e o Banco do Brasil, a seguir descritos nas palavras de Corazza (2006):

*“Entretanto, os canais de comunicação entre o Banco do Brasil e o BACEN não foram totalmente fechados. Na verdade, as reservas voluntárias que poderiam ficar no Banco do Brasil apenas por delegação do BACEN dali nunca saíram. Os tetos de expansão das suas operações passaram a ser definidos pelo CMN através do Orçamento Monetário. A conexão mais importante entre eles, porém, passou a ser feita através da conta movimento do Banco do Brasil, por intermédio da qual o mesmo executava, em nome do Governo, inúmeras operações, financiadas pelo BACEN. Por esse mecanismo, ele continuava a agir como verdadeira autoridade monetária.” (CORAZZA, G. O Banco Central do Brasil: Evolução Histórica e Institucional. Perspectiva Econômica. Porto Alegre, v.2, p.7, jan. 2006).*

Foi a partir da conta movimento do Banco do Brasil, e suas atribuições (a exemplo do financiamento do governo por parte de suas políticas de cunho heterodoxo, no tocante ao desenvolvimento) que ocorreram as novas absorções das funções destinadas ao Banco Central do Brasil pelo Banco do Brasil. Criava-se, assim, uma nova resistência na consolidação do BACEN, agora, no quesito de controle dos meios de pagamentos, frente ao Governo Central e ao próprio Banco do Brasil. A principal problemática neste quesito envolvia dois dos principais articuladores do controle orçamentário do país: o Orçamento Monetário (OM) e o Orçamento Fiscal (OF), criados sob a mesma égide da reforma monetária que instituiu o Banco Central do Brasil, alinhados, ainda, à conta movimento.

As relações entre o Orçamento Monetário, o Orçamento Fiscal e a conta movimento eram baseadas nas funções dos dois primeiros. Enquanto o OM tinha a função de dimensionar as metas de expansão monetária, propostas pelo Conselho Monetário Nacional e controladas pelo BACEN, o OF tinha o papel de refletir a programação das receitas e despesas fiscais do Tesouro Nacional. A problemática ocorria quando as receitas e despesas do Governo Central, supostamente designadas para registro no Orçamento Fiscal (OF), conforme estipulado na reforma monetária, eram unicamente apontadas no Orçamento Monetário (OM) ou na própria conta movimento do Banco do Brasil. Assim, o orçamento estipulado para o Banco Central do Brasil sofria um viés contábil, no tocante a que débitos e responsabilidades do Tesouro Nacional eram designados para o BACEN, sendo que as mesmas não se encontravam, originalmente, no escopo desta instituição.

Desse modo, a exemplo do que ocorreu com a SUMOC, o BACEN ficava impossibilitado de atuar com as funções clássicas de um Banco Central, pois acabava rendido ao Governo Central e suas políticas desenvolvimentistas de cunho heterodoxo. As necessidades de financiamento por meio de emissões primárias eram frequentes, aumentando ainda mais o “efeito de fumaça” criado pela intercepção de funções entre OM, OF e a conta movimento, prejudicando a eficácia da condução da política monetária do BACEN, visto a não transparência dos depósitos entre os três orçamentos (e da relação Banco do Brasil e Banco Central do Brasil). Dificultando ainda mais o processo, a administração da dívida pública, a partir de 1981 conforme a Lei Complementar nº 12, de 08 de novembro de 1981, foi transferida para controle do BACEN. Esta, agora, ficaria a encargo apenas do Conselho Monetário Nacional no tocante à autorização para dispensar a consignação de recursos orçamentários para pagamento de juros e outros encargos da dívida pública junto ao Banco Central.

Estes dois grandes novos problemas, a gestão da dívida pública e a conta movimento, afastavam cada vez mais o Banco Central do Brasil de seu objetivo principal de estabilizar a moeda e os preços, mesmo com a sua efetiva criação em 1964. Isso pode ser observado, estatisticamente, ao analisarem-se os dados de inflação da época: na década de 1980, a taxa de inflação já superava 100% ao ano e, caso seja considerada a

maxidesvalorização experimentada pela moeda vigente na época, o Cruzeiro, em 1983, aquela taxa já ultrapassava os 224% em 1984.

A manutenção do ritmo da atividade produtiva, financiada por meio do Governo Central, mantinha-se como principal foco da política monetária do país, ao mesmo tempo em que a inflação galopante aumentava cada vez mais seu impacto no desenvolvimento econômico do Brasil. A “*jabuticaba*” (nome atribuído à inflação inercial, característica principal da inflação vivenciada no Brasil) continuaria a crescer.

### 3.3 DECRETO Nº 91.156/85 E O PROBLEMA DA “ZERAGEM AUTOMÁTICA”

O Decreto nº 91.156, de 18 de março de 1985, tinha o objetivo de dar um novo rumo ao financiamento do setor público e, obviamente, a todas as instituições ligadas a este processo. Estabelecido no governo do Presidente José Sarney, contando ainda com a manutenção do Ministro da Fazenda escolhido pelo Presidente Tancredo Neves, Francisco Neves Dornelles, este decreto defendia a necessidade da transparência e controle das contas públicas do país, conforme descrito no Diário Oficial da União:

*“VICE-PRESIDENTE DA REPÚBLICA, no exercício do cargo de PRESIDENTE DA REPÚBLICA, no uso das atribuições que lhe confere o artigo 81, itens III e V, da Constituição, e*

*CONSIDERANDO a necessidade de reorganização e disciplinamento das finanças públicas federais, mediante a compatibilização dos chamados Orçamentos Monetário e das Empresas Estatais com o Orçamento Fiscal da União, em obediência aos princípios da unidade, universalidade e periodicidade;*

*CONSIDERANDO a necessidade de reordenamento das relações institucionais entre o Tesouro Nacional e as autoridades monetárias;*

*CONSIDERANDO que a conjuntura atual impõe o aperfeiçoamento da administração da dívida pública mobiliária da União, das atividades de fomento e da programação financeira do Tesouro Nacional;*

*CONSIDERANDO, finalmente, a necessidade de apresentação de um projeto oficial sobre tal assunto, para oferecimento a amplo debate nacional. DECRETA: Decreto nº 91.156, de 18 de março de 1985”*

*(Diário Oficial da União – Seção 1 – 18/03/1985, Página 4814).*

Os primeiros objetivos vinham ao encontro dos problemas apresentados na criação do Banco Central do Brasil no ano de 1964, sendo eles os três principais meios de controle da situação pública do país, instituídos com a reforma monetária daquele ano: Orçamento Monetário, Orçamento Fiscal e Conta Movimento. O primeiro passo foi o ajuste em relação às contas de caráter fiscal, agora representadas no instrumento correto, o OF. Com isto, o viés contábil encontrado nas contas do Banco Central do Brasil, na verdade geradas pelo Tesouro Nacional, era solucionado, aumentando a assertividade das finanças do Governo Central. A segunda resolução veio por meio da inativação da conta movimento do Banco do Brasil. Esta decisão, sob a responsabilidade do novo Ministro da Fazenda Dílson Funaro, desatrelava as políticas do BACEN do Poder Executivo no quesito de financiamento das políticas desenvolvimentistas dos governos da época. Com as duas resoluções, cada vez mais o BACEN partia em rumo a sua liberdade para tomar as ações vistas como necessárias para a situação monetária do país.

A conclusão do projeto que envolvia os três instrumentos ocorreu no ano de 1987, com a unificação orçamentária sob a égide do Orçamento Geral da União (OGU), englobando assim ambos os Orçamentos Monetário e Fiscal, além do chamado Orçamento das Estatais. Com a solução, parcial, dos problemas vivenciados pelas autoridades monetárias do país nas últimas décadas, partia-se para uma nova consolidação das funções entre os três principais articuladores monetários do Brasil: Banco do Brasil, BACEN e Tesouro Nacional. Esta nova reestruturação iniciou no ano de 1988 com a criação do Orçamento das Operações de Crédito, esse como parte importantíssima da continuação do projeto da OGU.

Foi com base nas novas instituições de 1985 e 1988 que ocorreram uma série de mudanças no quesito de atuação do BACEN. Como as mais importantes, podem-se citar: a perda da função de fomento de recursos oficiais de crédito, em correspondência à

criação do Orçamento das Operações de Crédito; o cancelamento do financiamento do Tesouro Nacional por parte do BACEN, em função da extinção da reserva monetária; a perda de autoridade do BACEN no tocante aos títulos públicos e, conseqüentemente, do endividamento do setor público, em função da Lei Complementar nº 12, de 8 de novembro de 1981 (embora o BACEN continue responsável pela disponibilidade destes títulos no mercado, com objetivo de controle de liquidez, a exemplo do vivenciado hoje no país). Se consideradas as amplas resoluções que o Decreto nº 91.156/85 iniciou no período da década de 1980, pode-se, cada vez mais, concluir que o BACEN, nessa época, se encaminhava ainda mais (visto o constante progresso nas últimas décadas) para as funções de um banco central clássico. No entanto, assim como em outros períodos, as resoluções que, por um lado traziam mudanças positivas no quesito de função e atuação do BACEN, também geravam espaço para outros problemas ocorrerem neste mesmo âmbito. Neste caso, no final da década de 1980, a política monetária do Brasil encontraria outro problema: o da chamada “zeragem automática”.

Nas palavras de Paula e Sobreira (1996):

*“A zeragem automática de mercado é o mecanismo pelo qual o Banco Central efetuava, até recentemente, o ajuste diário de reservas do sistema bancário, zerando as posições credoras e devedoras das carteiras de títulos públicos do sistema bancário. Através deste mecanismo, o Bacen recompra títulos públicos quando o sistema não tem recursos suficientes para atender aos seus requerimentos de reservas (neste caso, diz-se que o Bacen está oversold) e vende títulos quando os bancos estão com excesso de liquidez, de forma a evitar uma queda significativa na taxa de juros (o Bacen está undersold). Como as instituições demandantes (ou ofertantes) ajustam suas posições através de operações de um dia (overnight) com o Banco Central, este, por sua vez, tem condições de definir a taxa de juros que deseja praticar em determinado momento.” (PAULA, L. F., SOBREIRA, R. Política monetária, operações de mercado aberto e fim da zeragem automática: uma avaliação preliminar. Indicadores Econômicos FEE, v. 23, n. 4, p. 123, jan./mar. 1996.)*

A zeragem automática, portanto, gerou outro problema à política monetária, agora com respeito a um financiamento sem custo e sem risco para as instituições demandantes deste processo. Este, no seu caráter vicioso, aumentava os limites das aplicações e a liquidez diária para o sistema financeiro. Conforme conclui Corazza (2006):

*“A dívida pública tornou-se, dessa forma, um dos pilares de nosso sistema financeiro, muito mais importante que a base monetária. Mais que isso, a rolagem dos títulos públicos, através da zeragem automática, funciona como uma verdadeira janela de desconto para o sistema financeiro, permanentemente aberta para atender às suas necessidades diárias de liquidez, a um custo praticamente nulo. Finalmente, através desse mecanismo, o Bacen exerce diariamente seu verdadeiro papel de prestador de última instância a todo o sistema financeiro, como se fosse uma verdadeira roda da fortuna.” (CORAZZA, G. O Banco Central do Brasil: Evolução Histórica e Institucional. Perspectiva Econômica. Porto Alegre, v.2, p.10-11, jan. 2006).*

### 3.4 A NOVA MATRIZ MONETÁRIA – O SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO

*“Durante a década de 1990, o regime de metas de inflação tornou-se um instrumento utilizado por vários países que procuravam institucionalizar a busca da estabilidade de seus preços, dar maior transparência à condução da política monetária, eliminar os problemas ligados ao viés inflacionário e, por conseguinte, fazer com que a sua autoridade monetária tenha maior credibilidade” (CARRARA, A.F, CORREA, A.L. O regime de metas de inflação no Brasil: Uma análise empírica do IPCA. Revista Econômica Contemporânea. Rio de Janeiro, v. 16, n.3, p. 443, set. / dez. 2012).*

A implementação do Sistema de Metas de Inflação no Brasil foi com base no Decreto Presidencial nº 3.088 de 21 de junho de 1999, sendo o mesmo apenas iniciado no dia de 1º de julho de 1999. Esse instrumento legal, sob a égide da escola de pensamento Novo-Clássica, tinha como objetivo maior a busca pela estabilidade de preços, questão bastante discutida nas décadas anteriores quando da criação da Superintendência da Moeda e do Crédito no ano de 1945. A ideia inicial do projeto visava a publicação periódica de metas de inflação, bem como os possíveis desvios permitidos pelo próprio Plano de Metas de Inflação. A transparência seria o grande instrumento da política, visto a constante cobrança da sociedade quanto ao cumprimento das metas pré-estabelecidas.

O Plano de Metas de Inflação viria sobre a base do Plano Real, iniciado na data de 27 de fevereiro de 1994. O Plano Real tinha como escopo teórico a proposta da moeda indexada (ou proposta Larida – denominação associada aos seus formuladores, André

Lara Resende e Pêrsio Arida), visto o amplo nível de inflação da época, a sua característica inercial (a “*jabuticaba*”) e as infrutíferas tentativas de choques heterodoxos (congelamento de preços) nos anos anteriores, conforme aponta Fligenspan (1998):

*“ A outra proposta, apelidada de “moeda indexada” ou Larida, pela combinação do sobrenome dos dois autores, André Lara Resende e Pêrsio Arida, era mais elaborada. Previa a existência temporária de uma “moeda” paralela à moeda oficial, cuja função seria funcionar como um superindexador, atrelado à alguma referência de valor que tivesse a confiança dos agentes – em 1984, essa referência seria a ORTN -, justamente para fazer o papel de, a partir de determinado momento, substituir definitivamente a antiga moeda. Esta deixaria de existir e, mais importante, levaria consigo o vício da indexação generalizada. A nova moeda nasceria livre da inércia inflacionária e com a confiança das empresas e da população em geral. ” (FLIGENSPAN, F. Uma visão global da economia brasileira durante a vigência do Plano Real: avanços, impasses e um cenário de crescimento econômico. Indicadores Econômicos FEE, Porto Alegre, v.26, n.1, p. 103, 1998).*

O Sistema de Metas de Inflação, na época, era um dos três pilares programados para a nova política econômica do Brasil após o período de dificuldade vivido nos anos de 1997 e 1998. O regime adotado a partir de 1999 tinha como base, além do referido acima, a austeridade fiscal com base em metas de resultado primário e a livre flutuação cambial. Não obstante, foi no início de 1999, mais precisamente após a “falência” do Brasil em função da Moratória Russa de 1998, que tomou posse Armínio Fraga na presidência do Banco Central do Brasil. Este, alinhado com as expectativas ortodoxas, em função de sua ampla experiência no sistema financeiro, traria uma nova confiança ao cenário econômico brasileiro e, conseqüentemente, força para reverter a situação. A introdução do Sistema de Metas de Inflação viria como ingrediente chave para este processo.

O sistema, já consagrado em uma série de países a exemplo de Austrália, Canadá, Chile, Inglaterra, Nova Zelândia, entre outros, baseia-se no seguinte processo: o Conselho Monetário Nacional (CMN), no qual tem assento o presidente do Banco Central, teria o objetivo de estipular e fixar a meta de inflação para um determinado ano “N”, sendo esta meta estipulada dois anos antes do período que deverá ser fixado “N-2”, podendo ainda ter um desvio de cerca de 2 pontos percentuais tanto para maior quanto para menor (Sistema “Tiro ao Alvo”). A partir disto, o Banco Central teria autonomia e transparência

suficiente acerca de suas ações frente à sociedade, com o intuito de chegar no “target” determinado. O principal instrumento para este processo seria a taxa de juros nominal de curto prazo. É através da manipulação dessa, e seu conseqüente impacto no nível de atividade econômica do país, que o Banco Central e, de forma extensiva, o CMN, são capazes de alcançar o nível de inflação pré-estabelecido nos anos anteriores. O mais importante, neste novo contexto, é a clara substituição do instrumento preferencial de política monetária a ser utilizado no Brasil, conforme aponta Fligenspan (2011):

*“ Observa-se que, ao contrário dos primeiros anos do real, a taxa de câmbio não é mais a variável-chave do controle dos preços e que, a taxa de juros assume este papel, agindo diretamente sobre a intensidade da demanda doméstica e, por este canal, sobre os preços. “ (FLIGENSPAN, F. Plano Real: da estabilidade à necessidade de crescer. Porto Alegre, UFRGS, 2010 (mimeo)).*

**Tabela 2 – Histórico de Metas de Inflação no Brasil**

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
1999			8	2	6-10	8,94
2000	Resolução 2.615	30/6/1999	6	2	4-8	5,97
2001			4	2	2-6	7,67
2002	Resolução 2.744	28/6/2000	3,5	2	1,5-5,5	12,53
2003 <sup>1/</sup>	Resolução 2.842	28/6/2001	3,25	2	1,25-5,25	
	Resolução 2.972	27/6/2002	4	2,5	1,5-6,5	9,30
2004 <sup>1/</sup>	Resolução 2.972	27/6/2002	3,75	2,5	1,25-6,25	
	Resolução 3.108	25/6/2003	5,5	2,5	3-8	7,60
2005	Resolução 3.108	25/6/2003	4,5	2,5	2-7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/6/2004	4,5	2	2,5-6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/6/2005	4,5	2	2,5-6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/6/2006	4,5	2	2,5-6,5	5,90
2009	Resolução 3.463	26/6/2007	4,5	2	2,5-6,5	4,31
2010	Resolução 3.584	1/7/2008	4,5	2	2,5-6,5	5,91
2011	Resolução 3.748	30/6/2009	4,5	2	2,5-6,5	6,50
2012	Resolução 3.880	22/6/2010	4,5	2	2,5-6,5	5,84
2013	Resolução 3.991	30/6/2011	4,5	2	2,5-6,5	5,91
2014	Resolução 4.095	28/6/2012	4,5	2	2,5-6,5	6,41
2015	Resolução 4.237	28/6/2013	4,5	2	2,5-6,5	10,67
2016	Resolução 4.345	25/6/2014	4,5	2	2,5-6,5	
2017	Resolução 4.419	25/6/2015	4,5	1,5	3,0-6,0	

<sup>1/</sup> A Carta Aberta, de 21/1/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.

É passível de visualização, conforme a tabela 2 acima, que a meta estipulada foi atingida na maior parte do período, com exceção dos anos 2001, 2002, 2003, como também no ano de 2015, quando voltou a superar a meta, doze anos depois. Quando a inflação fica fora da meta estipulada (considerando ainda os desvios para cima e para baixo), o Banco Central do Brasil é obrigado a emitir uma chamada “carta aberta ao Ministro da Fazenda”, sendo esta de inteira responsabilidade da instituição, devendo constar: os motivos para o não atingimento da meta, quais os planos de recuperação, e devida correção, do cumprimento da meta e em quanto tempo se planeja ter estes planos em prática no cenário econômico.

Além disso, o Sistema de Plano de Metas de Inflação permite total autonomia operacional, ao sistema estabelecido entre o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil, sobre a meta estipulada. Assim, caso exista a necessidade de mudança da meta, ou de seu nível de variação na banda, ambas instituições têm a permissão para realizar os ajustes necessários de acordo com suas expectativas e objetivos – conforme pode ser visualizado em 2003 e 2004, quando ocorreu variação da meta e da banda e apenas da meta, respectivamente.

Pode-se concluir que o Regime de Metas de Inflação foi um dos principais direcionamentos do país em relação à política monetária e o seu objetivo na economia do país. Não obstante, foi este regime, considerado de cunho ortodoxo, que iniciou as tratativas mais fortes em prol de diretrizes econômicas defendidas por economistas que defendem a independência do Banco Central do Brasil. O debate está longe de ser concluído, no entanto a adoção ao Regime de Metas de Inflação cria uma esperança em torno de uma possível independência do BACEN ao longo dos anos, o que será passível de análise no próximo capítulo.

## 4 INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

A análise inicial relacionada ao grau de independência do Banco Central do Brasil seguirá como base o estudo realizado por Alex Cukierman, Steven B. Webb e Bilin Neyapti no famoso “*Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcome*” de 1992, conforme citado anteriormente. A independência do Banco Central é um dos pressupostos defendidos pelos economistas Novo-Clássicos, sob a égide da Hipótese das Expectativas Racionais (HER)

Conforme a introdução de Cukierman, Webb e Neyapti (1992):

*“This article develops four measures of central bank independence and explore their relations with inflation outcomes. An aggregate legal index is developed for four decades in 72 countries. Three indicators of actual independence are developed: the rate of turnover of central bank governors, an index based on a questionnaire answered by specialist in 23 countries, and an aggregation of the legal index and the rate of turnover.” (CUKIERMAN, A.; WEBB, S.; NEYAPTI, B. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. The World Bank Economic Review, Washington, v. 6, p.353, set. 1992).*

### 4.1 INDEPENDÊNCIA LEGAL

A análise de independência legal do Banco Central se baseia em um conjunto de variáveis estatísticas e em seu respectivo peso no agregado final. A ideia da análise é conforme aspectos legais da instituição, fazendo uso apenas de questões formalizadas legalmente no próprio país. A divisão do estudo ocorre em quatro capítulos, com um total de 16 questões classificadas entre graus de 0 a 1 (do menor nível de independência ao maior nível de independência): CEO (Presidente do Banco Central), formulação da política, objetivos da política e empréstimos Banco Central ao Governo, conforme descrito abaixo:

(1) CEO (Peso: 20%)

- a. Qual é a duração do mandato do presidente do Banco Central?
- b. A nomeação do Presidente do Banco Central é realizada pelo Governo?
- c. A demissão do Presidente do Banco Central é realizada pelo Governo?
- d. É permitido ao Presidente do Banco Central assumir outras funções?

(2) Formulação da Política (Peso: 15%)

- a. Quem formula as decisões da política monetária?
- b. Quem tem autoridade final sobre as decisões de política monetária?
- c. O Banco Central desempenha um papel importante na formulação do orçamento do Governo?

(3) Objetivos da Política (Peso: 15%)

- a. A estabilidade de preços é uma meta explícita para os formuladores da política seguirem?

(4) Empréstimos Banco Central ao Governo (Peso: 50%)

- a. Existem limites para vantagens do governo?
- b. Existem limites para empréstimos do Banco Central do Governo?
- c. Quantas pessoas/agências podem receber empréstimos do Banco Central?
- d. Quem controla os termos de empréstimo?
- e. Existe um limite de empréstimos?
- f. Quais os prazos dos empréstimos?
- g. Existem restrições sobre as taxas de juros que podem ser cobradas sobre os empréstimos?
- h. Existe uma proibição de compra e venda de títulos públicos no mercado primário?

A distribuição de peso e graus é observada abaixo:

**Tabela 3 – Variáveis de Independência Legal do Banco Central conforme CWN**

Nº	Descrição	Peso	Classificação Numérica
1	<i>Chief Executive Officer (CEO)</i>	20%	
	a. Mandato		
	Mais de 8 anos		1,00
	6 a 8 anos		0,75
	5 anos		0,50
	4 anos		0,25
	Menos de 4 anos ou a critério do nomeador		0,00
	b. Quem nomeia o CEO?		
	Quadro de diretores do Banco Central		1,00
	Um conselho do Banco Central, poder executivo e poder legislativo		0,75
	Poder legislativo		0,50
	Conselho de ministros		0,25
	Um ou dois membros do poder executivo		0,00
	c. Demissão		
	Disposição para demissões inexistente		1,00
	Somente por motivos não relacionados à política		0,83
	A critério do quadro administrativo do Banco Central		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. É permitido que o CEO assuma outros postos no Governo?		
	Não		1,00
	Somente com a permissão do poder executivo		0,50
	Não existem regras a respeito		0,00
2	Formulação da Política	15%	
	a. Quem formula a política monetária?		
	Somente o Banco Central		1,00
	Banco Central participa, mas tem pouca influência		0,67
	Banco Central apenas aconselha o Governo		0,33
	Banco Central não tem nenhuma intervenção		0,00
	b. Quem tem a palavra final na resolução de conflitos?		
	O Banco Central, em questões claramente definidas na lei, assim como seus objetivos		1,00
	Governo, em questões de política não claramente definidas nas metas do Banco Central ou em caso de conflito com o banco		0,80
	Um conselho do Banco Central, poder executivo e poder legislativo		0,60
	O poder legislativo, em questões sobre política		0,40
	O poder executivo, em questões sobre política, sujeito a processo legal devido, e possível protesto do Banco Central		0,20
	O poder executivo tem prioridade incondicional		0,00
	c. Papel no processo orçamentário do Governo		
	Banco Central tem papel ativo		1,00
	Banco Central não tem influência		0,00

(Continuação)

Nº	Descrição	Peso	Classificação Numérica
3	Objetivos	15%	
	Estabilidade de preços é o objetivo prioritário ou único na lei, e o Banco Central tem a última palavra em caso de conflito com o governo		1,00
	Estabilidade de preços é o único objetivo		0,80
	Estabilidade de preços é um objetivo, juntamente com outros objetivos compatíveis, como a estabilidade do sistema financeiro		0,60
	Estabilidade de preços é um objetivo, juntamente com outros objetivos conflitantes, como aumento do emprego		0,40
	Nenhum objetivo definido na legislação do Banco Central		0,20
	Objetivos definidos na legislação não incluem estabilidade de preços		0,00
4	Limitações ao empréstimo ao Governo		
	a. Vantagens (limitações em empréstimos não securitizados)	15%	
	Vantagens não são permitidas		1,00
	Vantagens são permitidas, mas com limites estritos (até 15% da receita do Governo)		0,67
	Vantagens são permitidas, mas com limites menos estritos (acima de 15% da receita do Governo)		0,33
	Sem limites legais a empréstimos		0,00
	b. Empréstimos securitizados	10%	
	Não são permitidos		1,00
	Permitidos, mas com limites estritos (até 15% da receita do Governo)		0,67
	Permitidos, mas com limites menos estritos (acima de 15% da receita do Governo)		0,33
	Sem limites legais a empréstimos		0,00
	c. Termos de empréstimos (maturidade, juros, quantia)	10%	
	Controlado pelo Banco Central		1,00
	Especificado na legislação do Banco Central		0,67
	Acordado entre o Banco Central e o poder executivo		0,33
	Definido pelo poder executivo		0,00
	d. Possíveis recebedores de empréstimo do Banco Central	5%	
	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. Limitações dos empréstimos definidos em	2,5%	
	Quantias		1,00
	Quotas dos passivos ou capital do Banco Central		0,67
	Quota da receita do Governo		0,33
	Quota dos gastos do Governo		0,00
	f. Vencimentos dos empréstimos	2,5%	
	Dentro de 6 meses		1,00
	Dentro de 1 ano		0,67
	Mais de 1 ano		0,33
	Sem menção a vencimentos na lei		0,00
	g. Taxas de juros do empréstimos devem ser	2,5%	
	Acima da taxa básica		1,00
	Taxas de mercado		0,75
	Abaixo das taxas máximas		0,50
	Taxa de juros não é mencionada		0,25
	Empréstimos ao Governo não possuem taxas de juros		0,00
	h. Banco Central proibido de comprar títulos do Governo no mercado primário	2,5%	
	Sim		1,00
	Não		0,00

É passível de observação, conforme a tabela 3, que a manutenção e característica do posto do Presidente do Banco Central é um dos aspectos mais relevantes na análise quanto à independência do Banco Central de um país. Além disso, é neste quesito que a análise leva o maior peso percentual em relação ao contexto geral, acima, inclusive, das variáveis analisadas quanto à própria formulação e condução da política monetária. A manutenção do cargo do Presidente do Banco Central é uma das principais críticas da Escola Novo-Clássica, conforme apontam as teorias acerca do “*political business cycle*” de William Nordhaus.

Expostas as variáveis chave da análise da independência do Banco Central, faz-se necessária a análise em torno do Banco Central do Brasil, conforme aponta a tabela abaixo:

**Tabela 4 – Índice de Independência Legal do Banco Central do Brasil conforme CWN**

Nº Descrição	Peso	Década de 1950-1959	Década de 1960-1971	Década de 1972-1980	Década de 1980-1989
1 Chief Executive Officer (CEO)	20%				
a. Mandato					
Menos de 4 anos ou a critério do nomeador		0,00	0,00	0,00	0,00
b. Quem nomeia o CEO?					
Poder legislativo		0,50	0,50	0,50	0,50
c. Demissão					
Demissão incondicional possível pelo executivo		0,00	0,00	0,00	0,00
d. É permitido que o CEO assuma outros postos no Governo?					
Não existem regras a respeito		0,00	0,00	0,00	0,00
2 Formulação da Política	15%				
a. Quem formula a política monetária?					
Banco Central apenas aconselha o Governo		0,33	0,33	0,33	0,33
b. Quem tem a palavra final na resolução de conflitos?					
O poder executivo tem prioridade incondicional		0,00	0,00	0,00	0,00
c. Papel no processo orçamentário do Governo					
Banco Central não tem influência		0,00	0,00	0,00	0,00
3 Objetivos	15%				
Objetivos definidos na legislação não incluem estabilidade de preços		0,00	0,00	0,00	0,00
4 Limitações ao empréstimo ao Governo					
a. Vantagens (limitações em empréstimos não securitizados)	15%				
Vantagens são permitidas, mas com limites estritos (até 15% da receita do Governo)		0,67	0,67	0,67	0,67
b. Empréstimos securitizados	10%				
Sem limites legais a empréstimos		0,00	0,00	0,00	0,00
c. Termos de empréstimos (maturidade, juros, quantia)	10%				
Definido pelo poder executivo		0,00	0,00	0,00	0,00
d. Possíveis recebedores de empréstimo do Banco Central	5%				
Apenas o Governo Federal		1,00	1,00	1,00	1,00
e. Limitações dos empréstimos definidos em	2,5%				
Quota dos gastos do Governo		0,00	0,00	0,00	0,00
f. Vencimentos dos empréstimos	2,5%				
Sem menção a vencimentos na lei		0,00	0,00	0,00	0,00
g. Taxas de juros do empréstimos devem ser	2,5%				
Taxa de juros não é mencionada		0,25	0,25	0,25	0,25
h. Banco Central proibido de comprar títulos do Governo no mercado primário	2,5%				
Não		0,00	0,00	0,00	0,00
Total		0,21	0,21	0,21	0,21

Fonte: Cukierman, Webb e Neyapti (1992).

É com base nos dados acima que podemos concluir que o Brasil, apesar das diversas mudanças ocorridas ao longo da história do seu Banco Central, assunto discutido anteriormente, não experimentou alterações no sentido da Independência Legal da instituição de política monetária até a data analisada pelos autores. Se comparado aos outros 72 países analisados pelos autores, o Brasil ficou na 64ª posição. Cabe ressaltar, ainda, que dos 16 questionamentos realizados na análise, apenas 5 não tiveram o menor grau de independência legal (0,00).

Mais do que isso, é de suma importância dar relevância aos números apresentados por Cukierman, Webb e Neyapti (1992). Se analisada a primeira variável, isto é, quanto ao Presidente do Banco Central, pode-se concluir que a independência do Banco Central ainda estava bastante distante no contexto do Brasil. A notável conexão entre o Poder Executivo e o CEO da instituição de controle monetário do país, seja no tocante ao período de mandato, à nomeação e até a demissão do responsável, é o fato mais alarmante na análise dos três estudiosos quanto ao grau de independência do Banco Central.

Vale salientar que o índice de Cukierman, Webb e Neyapti (1992) não leva em total consideração os acontecimentos recentes, a exemplo da própria mudança na política monetária do país ocorrida no ano de 1988 – um ano, apenas, antes da realização da análise.

É em função disto que se faz necessária uma nova pesquisa com base em dados atualizados. Esta análise é a de Marco Arnone, Bernard J. Laurens e Jean-François Segalotto no *paper* nomeado “*Measure of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD, Developing, and Emerging Market Economics*” de 2006.

Conforme a introdução de Arnone, Laurens e Segalotto (2006):

*“This paper presents an update of the Grilli-Masciandaro-Tabellini (GMT) index of central bank (CB) anatomy, based on CB legislation as of end-2003. The index is applied to a set of OECD and developing countries, and emerging market economies. For a smaller set of countries, the paper represents a reconstruction of the GMT index based on Cukierman (1992) and assesses changes in CB autonomy between 1992 and 2003.” (ARNONE, M.; LAURENS, B.; SEGALOTTO, J. Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD, Developing and Emerging Market Economies. IMF Working Paper, Washington, n. 228, p. 1, out. 2006).*

A análise é dividida em duas partes, independência legal econômica e independência legal política. Os resultados para o Brasil podem ser observados abaixo:

**Tabela 5 – Independência Legal Política conforme ALS**

Descrição	Índice
<b>Mandato</b>	
1. Presidente do Banco Central não nomeado pelo Governo	0,00
2. Presidente do Banco Central com mandato maior que 5 anos	0,00
3. Sem envolvimento mandatório de representantes do Governo na comissão do Banco Central	1,00
4. A aprovação do Governo não é necessária para a formulação da política monetária	0,00
<b>Leis Constitucionais</b>	
5. Banco Central possui a estabilidade de preços como seu objetivo primário	1,00
6. Proteções legais existem para reforçar a posição do Banco Central caso ocorra conflito com o Governo	0,00
<b>Total</b>	<b>2,00</b>

Fonte: Arnone, Laurens e Segalotto (2006)

**Tabela 6 – Independência Legal Econômica conforme ALS**

Descrição	Índice
<b>Financiamento Monetário</b>	
1. Crédito direto para o Governo não automaticamente estendido	1,00
2. Crédito direto para o Governo com base em taxas de juros do mercado	1,00
3. Crédito direto para o Governo é explicitamente temporário	1,00
4. Crédito direto para o governo sujeito a limitações de quantias	1,00
5. Banco Central não participa do mercado primário para débitos públicos securitizados na comissão do Banco Central	1,00
<b>Instrumentos Monetários</b>	
<b>Total</b>	<b>5,00</b>

Fonte: Arnone, Laurens e Segalotto (2006)

É com base no índice de Arnone, Lauren e Segalotto (2006) que podemos identificar mudanças significativas no grau de independência do Banco Central do Brasil nos últimos anos, não captadas em Cukierman, Webb e Neyapti (1992), mesmo que os critérios utilizados não sejam os mesmos. Se partimos da análise inicial, na data de 1992, no quesito econômico, podemos notar que o Brasil passa de um índice 0,00 para 2,00

conforme apontado acima. No quesito político, a diferença é ainda maior a nível, de 1,00 para 5,00 em 2003.

Variáveis como a manutenção do cargo do Presidente do Banco Central e de sua comissão tiveram resultados surpreendentes em relação à análise inicial realizada por Cukierman, Webb e Neyapti (1992). Não obstante, a principal mudança apresentada na análise de Arnone, Laurens e Segalotto (2006) é a profunda substituição do objetivo primário do Banco Central do Brasil, este agora ao encontro com a estabilidade de preços, conforme defendem os economistas Novo-Clássicos.

Além disso, a análise fica ainda mais rica quando são observadas as variáveis de financiamento monetário, fundamentalmente em relação à Independência Legal Econômica do índice de Arnone, Laurens e Segalotto (2006). Se comparadas ao primeiro índice apresentado por Cukierman, Webb e Neyapti (1992), é notável a substituição de uma instituição com praticamente total liberdade em relação ao crédito para uma instituição de restrição de crédito e políticas contracionistas em relação ao financiamento econômico.

Após analisados ambos os índices, é passível de conclusão que o Brasil tem se desenvolvido no aspecto da independência legal do seu Banco Central, tendo ainda mais espaço para continuar desenvolvendo políticas de independência desta instituição, principalmente no tocante do Presidente do Banco Central (mesmo que esta variável tenha tido um desenvolvimento bastante interessante se analisados ambos os índices).

A análise de independência legal é apenas um lado da independência do Banco Central, cabendo ainda analisar a independência efetiva desta instituição no país. Só após a análise de ambas as óticas acerca deste assunto é que será possível a conclusão final quanto ao nível de independência do Banco Central do Brasil.

## 4.2 INDEPENDÊNCIA EFETIVA

A base da análise de independência efetiva do Banco Central do Brasil é a continuação do estudo de Cukierman, Webb e Neyapti (1992). Em oposição à análise de independência legal, refletida anteriormente, a ideia de independência efetiva surge no tocante em que a legislação acerca do Banco Central pode abrir espaço para uma análise inconsistente, fazendo-se necessária não só analisar a teoria, mas também as práticas vivenciadas pelas instituições de política monetária.

Conforme iniciam os autores Cukierman, Webb e Neyapti (1992):

*“Many central banks laws are highly incomplete and leave a lot of room to interpretation. As a result, factors such as tradition or the personalities of the governor and other high officials of the bank at least partially shape the actual level of central bank independence. Even when the law is quite explicit, reality may be very different” (CUKIERMAN, A.; WEBB, S.; NEYAPTI, B. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. The World Bank Economic Review, Washington, v. 6, p.361-363, set. 1992).*

Nesse caso, a análise da independência efetiva é vista como direta, tem como base a taxa de rotatividade do Presidente (CEO) do Banco Central. A taxa é com base na rotatividade anual (presidentes do Banco Central/ano) sendo que, quanto menor número, maior o nível de independência efetiva. O estudo faz referência ao impacto do poder executivo sobre a instituição, conseqüentemente, um maior nível de independência efetiva abre espaço para a manutenção da política monetária e alterações também no índice de independência legal.

A lista dos presidentes do Banco Central do Brasil pode ser visualizada abaixo:

**Tabela 7 – Presidentes do Banco Central do Brasil**

Presidente do Banco Central	Período	Presidente do Brasil
Dênio Chagas Nogueira	12/04/1965 ~ 21/03/1967	Castello Branco
Ruy Aguiar da Silva Leme	31/03/1967 ~ 12/02/1968	Costa e Silva
Prof. Ari Burguer	12/02/1968 ~ 20/02/1968	
Ernane Galvêas	21/02/1968 ~ 15/03/1974	Emílio Médici
Paulo Hortêncio Pereira Lira	15/03/1974 ~ 14/03/1979	Ernesto Geisel
Carlos Brandão	15/03/1979 ~ 17/08/1979	João Figueiredo
Ernane Galvêas	17/08/1979 ~ 18/01/1980	
Carlos Geraldo Langoni	18/01/1980 ~ 05/09/1983	
Afonso Celso Pastore	05/09/1983 ~ 14/03/1985	
Antônio Carlos Braga Lemgruber	15/03/1985 ~ 28/08/1985	
Fernão Carlos Botelho Bracher	28/08/1985 ~ 11/02/1987	José Sarney
Francisco Roberto André Gros	11/02/1987 ~ 30/04/1987	
Lício de Faria	30/04/1987 ~ 04/05/1987	
Fernando Milliet de Oliveira	05/05/1987 ~ 09/03/1988	
Elmo de Araújo Camões	09/03/1988 ~ 22/06/1989	
Wadico Waldir Bucchi	25/10/1989 ~ 14/03/1990	Fernando Collor
Ibrahim Eris	15/03/1990 ~ 17/05/1991	
Francisco Roberto André Gros	17/05/1991 ~ 16/11/1992	
Gustavo Jorge Laboissière Loyola	16/11/1992 ~ 29/03/1993	Itamar Franco
Paulo Cesar Ximenes Alves Ferreira	29/03/1993 ~ 09/09/1993	
Pedro Sampaio Malan	09/09/1993 ~ 31/12/1994	
Gustavo Henrique de Barroso Franco	31/12/1994 ~ 11/01/1995	
Pérsio Árida	11/01/1995 ~ 13/06/1995	Fernando Henrique Cardoso
Gustavo Jorge Laboissière Loyola	13/06/1995 ~ 20/08/1997	
Gustavo Henrique de Barroso Franco	20/08/1997 ~ 04/03/1999	
Armínio Fraga Neto	04/03/1999 ~ 01/01/2003	
Henrique de Campos Meirelles	01/01/2003 ~ 01/01/2011	Luís Inácio Lula da Silva
Alexandre Antônio Tombini	01/01/2011 ~ 31/08/2016	Dilma Roussef
Ilan Goldfajn	01/09/2016 ~ atualmente	Michel Temer

Fonte: Banco Central do Brasil (<http://www.bcb.gov.br/?HISTORIAPRESI>)

Antes da apresentação de qualquer resultado da análise de Cukierman, Webb e Neyapti (1992), é notável a alta rotatividade dos presidentes do Banco Central, já observada quando analisado o índice de Independência Legal do Banco Central de CWN (tabela 4). Como exemplo, observamos o Presidente José Sarney que, em um mandato

de cinco anos (1985 – 1990), teve no posto de Presidente Banco Central sete nomes diferentes.

**Tabela 8 – Taxa de Rotatividade do Presidente do Banco Central do Brasil conforme CWN**

Período	Taxa de Rotatividade CWN
1950 ~ 1959	0,68
1960 ~ 1971	1,01
1972 ~ 1979	0,50
1980 ~ 1989	0,38
1950 ~ 1989	0,80

Fonte: Cukierman, Webb e Neyapti (1992)

O baixo nível de independência do Banco Central do Brasil é mais uma vez confirmado pelo índice de Cukierman, Webb e Neyapti (1992), nesse momento no quesito de independência efetiva. Se formos avaliar o nível de rotatividade por Presidente do Brasil, o número fica ainda mais expressivo.

**Tabela 9 – Taxa de Rotatividade do Presidente do Banco Central do Brasil conforme Presidente da República**

Presidente do Brasil	Taxa de Rotatividade CWN
Castello Branco	0,33
Costa e Silva	0,50
Emílio Médici	0,25
Ernesto Geisel	0,25
João Figueiredo	0,80
José Sarney	1,20
Fernando Collor	1,00
Itamar Franco	2,00
Fernando Henrique Cardoso	0,50
Luís Inácio Lula da Silva	0,13
Dilma Roussef	0,13

Fonte: Banco Central do Brasil (<http://www.bcb.gov.br/?HISTORIAPRESI>)

No entanto, é impossível deixar de citar o progresso da instituição nos últimos anos, desde o período de mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso, quando ocorre a adoção ao Regime de Metas de Inflação. A exemplo dos dois últimos presidentes, Luís Inácio Lula da Silva e a atual Presidente Dilma Roussef, ambos tiveram apenas um presidente do Banco Central em todo o seu mandato, seja um total de dois presidentes do Banco Central para dezesseis anos de política.

O desenvolvimento da instituição é claro, no entanto ainda é longe do ideal. A ideia de independência do Banco Central, como anteriormente citado, detém de cada vez mais força quando o assunto é instabilidade econômica e crise – a exemplo do período atual do país. Cabe aos estudiosos o incentivo a esta prática, por meio de análises e casos, assim como retratado anteriormente.

## 5 CONCLUSÃO

As discussões por parte da Escola Novo-Clássica e da Escola Pós-Keynesiana acerca da Independência do Banco Central são recentes no contexto econômico da política monetária. Como vislumbrado anteriormente, os primeiros resquícios da contraposição entre estas duas escolas, sendo a primeira a favor da independência do Banco Central perante o poder executivo e a outra contra esta independência, iniciaram por volta da década de 1970, especificamente no ano de 1971, marcando uma nova fase da política monetária.

Analisando o caso do Banco Central do Brasil, o cenário não foi diferente. Como exposto anteriormente, o início das discussões acerca da independência da instituição de controle da política monetária do país iniciou por volta da década de 1990, mais especificamente no ano de 1999, quando ocorreu a adoção ao chamado Regime de Metas de Inflação, no governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso.

Não obstante, é inevitável concluir que o processo de criação da instituição foi um dos principais motivos para que o Brasil começasse a analisar os pressupostos teóricos da Independência do Banco Central apenas 29 anos depois do início das discussões globalmente. Desde a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) em 1945, a política monetária do Brasil sempre esteve ligada ao poder executivo do país, principalmente se analisados todos os problemas que a instituição teve no seu desenvolvimento em função da contraposição das suas funções com o Banco do Brasil e o Tesouro Nacional e todos os resultados visualizados ao longo das últimas seis décadas.

O principal objetivo desta monografia foi abordar os aspectos diretamente ligados à Teoria da Independência do Banco Central. O primeiro capítulo foi um estudo teórico acerca das duas escolas que estudam o assunto e as suas principais diferenças em termos das definições e objetivos da política monetária. Como referido anteriormente, o restante do trabalho seguiu a definição da Escola Novo-Clássica, defendendo a

Independência do Banco Central como um dos fatores primordiais para o sucesso da política monetária de um país. O segundo capítulo cumpriu o objetivo de analisar o desenvolvimento do Banco Central do Brasil, desde a criação da SUMOC, em 1945, até a adoção ao Regime de Metas de Inflação, em 1999. O terceiro capítulo tratou das análises quanto ao grau de Independência do Banco Central, com enfoque no BACEN, analisando tanto por parte do estudo de Cukierman, Webb e Neyapti, em 1992, tanto pelo recente estudo de Arnone, Laurens e Segalotto, em 2006.

Em termos sociais, o estudo quanto à Independência do Banco Central, e sua recente importância no contexto global, inicia, principalmente, em função do grande sentimento negativo que a sociedade possui quanto a altas taxas de inflação. Não obstante, é de se avaliar que o início das discussões acerca da Independência do Banco Central tenha ocorrido por volta da década de 1970, período conturbado quando analisadas as altas taxas de inflação vivenciadas mundialmente em função do fim do Acordo de Bretton-Woods e o primeiro choque do petróleo. No contexto Brasil, é inevitável a lembrança quanto à chamada “década perdida” de 1980 e a continuação dos seus efeitos negativos por grande parte da década de 1990 até a substituição da moeda pelo Real.

A Teoria da Independência do Banco Central, portanto, propõe a total desvinculação da autoridade monetária em relação aos poderes do Governo Central do país. A principal justificativa desta desvinculação parte do chamado “viés inflacionário”, um dos principais pilares da Hipótese das Expectativas Racionais (HER) citado pela Escola Novo-Clássica. Segundo este, o governo apenas traria efeitos transitórios à economia do país, visto que após a percepção dos primeiros efeitos da nova política monetária, os agentes tomariam decisões que se adequassem à nova política, fazendo com que os seus resultados fossem percebidos apenas no curto prazo. Neste caso, o efeito de longo prazo seria apenas o aumento do nível de preços, inflação, visto a adaptabilidade dos agentes.

Sendo assim, a conclusão por parte desta monografia acerca da defesa da Independência do Banco Central é a concordância do autor quanto aos principais

axiomas apresentados pela Escola Novo-Clássica, como a neutralidade da moeda, a existência de uma taxa natural de desemprego, a existência de viés inflacionário na atuação do governo na política monetária e, não menos importante, a estabilidade de preços como o objetivo principal do Banco Central de um país.

Quando analisados ambos os estudos de Cukierman, Webb e Neyapti (1992) e Arnone, Laurens e Segalotto (2006), é possível notar um grande avanço da instituição do Banco Central do Brasil em relação a sua independência perante os poderes do Governo Central, no entanto, é de suma importância concluir que o nível de independência ainda está longe do ideal. O exercício de mensuração analisado anteriormente, no terceiro capítulo, leva à conclusão de que a instituição possui autonomia operacional, no entanto, ainda precisa se desenvolver quanto à sua autonomia administrativa (mesmo se analisada a taxa de rotatividade dos últimos três mandatos presidenciais). Mais precisamente, é notável que por mais que o Banco Central do Brasil tenha liberdade na execução da política monetária para alcançar as metas de inflação estipuladas, o mesmo ainda está vinculado ao Governo em função de que os mandatos de seus dirigentes não são mantidos de forma fixa, sendo ainda de responsabilidade do poder Executivo. Além disso, o próprio Regime de Metas de Inflação não gera autonomia ao Banco Central do Brasil no quesito de decisão das metas a serem cumpridas, visto que estas ainda são definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

Obviamente, o debate acerca das teorias de Independência do Banco Central, e, mais ainda, quanto à independência do Banco Central do Brasil, está longe de ter uma definição clara perante os estudiosos. Um dos principais motivos disto diz respeito à falta de clareza entre as duas teorias e todas as contraposições que são visualizadas entre a Escola Novo-Clássica e a Escola Pós-Keynesiana. A definição do principal objetivo da autoridade monetária do país deve ser o primeiro passo quando vislumbrado o início do debate entre as duas correntes econômicas. A definição clara do seu objetivo, como instituição, é necessária para que as suas funções sejam estipuladas de forma clara, sempre prezando tanto pelo equilíbrio de todas as variáveis reais da economia, quanto à continuação do crescimento desta economia, não só no contexto nacional, mas de todo o mundo.

## REFERÊNCIAS

ALESINA, A. Politics and Business Cycles in the Industrial Democracies. **Economic Policy**, Cambridge, v. 8, p. 57-98, abr. 1989.

ALESINA, A.; GATTI, R. Independence Central Banks: Low Inflation at No Costs? **American Economic Review**, Cambridge, v. 85, p. 196-200, maio. 1995.

ALESINA, A.; SUMMERS, L. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. **Journal of Money, Credit and Banking**, Ohio, v. 25, n. 2, p. 151-162, maio. 1993.

ARNONE, M.; LAURENS B.; SEGALOTTO, J. Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD, Developing and Emerging Market Economies. **IMF Working Paper**, Washington, n. 228, out. 2006.

BARRO, R. J.; GORDON, D. A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 91, n. 4, p. 589-610, ago. 1983.

BLINDER, A. S. **Central Banking in Theory and Practice**. Cambridge: MIT Press, 1998.

BUCHANAN, J; WAGNER, R. **Democracy in Deficit**. New York: Academic Press, 1977.

CARRARA, A.F, CORREA, A.L. O regime de metas de inflação no Brasil: Uma análise empírica do IPCA. **Revista Econômica Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 3, p. 441-462, set. / dez. 2012

CARVALHO, Fernando J. Cardim. A 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.

CORAZZA, G. O Banco Central do Brasil: Evolução Histórica e Institucional. **Perspectiva Econômica**, Porto Alegre, v. 2, p. 1-23, jan. 2006.

CROCCO, M.; JAYME JR, F.G. Independência e Autonomia do Banco Central: mais sobre o debate. **Texto para discussão**, Belo Horizonte, n. 199, p. 8, maio. 2003

CUKIERMAN, A. **Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence**. Cambridge: MIT Press, 1992.

CUKIERMAN, A.; WEBB, S.; NEYAPTI, B. Measuring the Independence of Central Banks and its Effect on Policy Outcomes. **The World Bank Economic Review**, Washington, v. 6, p. 352-398, set. 1992.

CUKIERMAN, A.; MILLER, P.; NEYAPTI, B. Central Bank Reform, Liberalization and Inflation in Transition Economies – an International Perspective. **Journal of Monetary Economics**, Boston, v. 49, p. 237-264, 2002.

DATHEIN, R. Uma Introdução à Teoria Novo-Clássica. **DECON/UFRGS**, Porto Alegre, p. 1-11, fev. 2003.

DEBELLE, G.; FISCHER, S. How Independent Should a Central Bank Be? **Federal Reserve Bank of Boston Conference Series**, Cambridge, n. 38, p. 195-225, mar. 1994.

EIJFFINGER, S; SCHALLING, E. Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries. **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, v. 184, p. 64-68, maio. 1993.

EIJFFINGER, S; DE HANN, J. The Political Economy of Central Bank Independence. **Special Papers in International Economics**, n. 19, International Finance Section, Princeton University. 1996.

FISCHER, S. Central-Bank Independence Revisited. **American Economic Review**, Nashville, v. 85, n. 2, p. 201-206, mai. 1995.

FLIGENSPAN, F. **Plano Real: da estabilidade à necessidade de crescer**. Porto Alegre, UFRGS, 2010 (mimeo).

FLIGENSPAN, F. Uma visão global da economia brasileira durante a vigência do Plano Real: avanços, impasses e um cenário de crescimento econômico. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 26, n. 1, p. 102-143, 1998.

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

GIAMBIAGI, F. et al. **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

GRILLI, V.; MARCIANDARO, D.; TABELLINI, G. Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries. **Economic Policy**, Cambridge, v. 13, p. 341-392, out. 1991.

KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 85, n. 3, p. 473-492, jun. 1977.

MENDONÇA, H.F. Independência do Banco Central e Coordenação de Políticas: Vantagens e Desvantagens de Duas Estruturas para Estabilização. **Revista de Política Econômica**, Rio de Janeiro, v.23, n.1, p. 109-120, mar. 2003.

MISHKIN, F. Inflation Targeting in Emerging Market Countries. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 7618, maio. 2000.

MISHKIN, F. **Monetary Policy Strategy**. Cambridge: MIT Press, 2007.

NORDHAUS, William D. The Political Business Cycles. **The Review of Economic Studies**, Stockholm, v. 42, n. 2, p. 169-190, abr. 1975.

PAULA, L. F., SOBREIRA, R. Política monetária, operações de mercado aberto e fim da zeragem automática: uma avaliação preliminar. **Indicadores Econômicos FEE**, v. 23, n. 4, p. 121-130, jan./mar. 1996.

ROGOFF, K. The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. **The Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 100, n. 4, p. 1169-1189, nov. 1985.

SAMUELSON, P.; SOLOW, R. M. Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy. **American Economic Review**, Nashville, v. 50, p. 177-184, maio. 1960.

ZAHLER, R. La inserción del Banco Central de Chile. **Cuadernos de Economía**, Santiago, Universidad Católica de Chile, año 26, n. 77, p. 97-114, abr. 1989.