

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

**VÍTOR SILVA DO COUTO**

**INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL:  
E ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO**

**Porto Alegre  
2024**

**VÍTOR SILVA DO COUTO**

**INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL:  
E ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Leonardo Xavier da Silva

**Porto Alegre**

**2024**

CIP - Catalogação na Publicação

Silva do Couto, Vitor  
INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL: E ANÁLISE DO CASO  
BRASILEIRO / Vitor Silva do Couto. -- 2024.  
68 f.  
Orientador: Leonardo Xavier da Silva.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade  
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,  
Porto Alegre, BR-RS, 2024.

1. Banco Central. 2. Independência. 3.  
Novos-Clássicos. 4. Pós-Keynesianos. I. Xavier da  
Silva, Leonardo, orient. II. Título.

**VÍTOR SILVA DO COUTO**

**INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL:  
E ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2024.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Leonardo Xavier da Silva – Orientador

UFRGS

---

Prof. Dr. Cássio da Silva Calvete

UFRGS

---

Prof. Dr. Ronaldo Herrlein Júnior

UFRGS

## RESUMO

O presente trabalho aborda um tema que é pertinente nos debates econômicos há décadas, a independência do banco central, assunto que ganhou ainda mais força no Brasil nos últimos anos devido a sanção da Lei Complementar 179/2021. É apresentada uma contraposição entre duas vertentes do pensamento econômico, de um lado Novos Clássicos e de outro, Pós Keynesianos. O objetivo é analisar os pontos positivos e negativos acerca da independência do banco central, após isso, aprofundar o assunto no caso brasileiro, primeiramente contextualizando o regime de metas de inflação e após demonstrando estudos a respeito da evolução do grau de independência do banco central brasileiro.

**Palavras-chave:** Banco Central. Independência. Novos Clássicos. Pós Keynesianos.

## **ABSTRACT**

This work addresses a topic that has been pertinent in economic debates for decades, the independence of the central bank, a subject that has gained even more strength in Brazil in recent years due to the sanction of Complementary Law 179/2021. A contrast is presented between two strands of economic thought, on the one hand New Classics and on the other, Post Keynesians. The objective is to analyze the positive and negative points regarding the independence of the central bank, after that, to delve deeper into the subject in the Brazilian case, first contextualizing the inflation targeting regime and then demonstrating studies regarding the evolution of the degree of independence of the Brazilian central bank.

**Keywords:** Central Bank. Independence. New Classics. Post Keynesians.

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>10</b>
<b>2</b>	<b>ASPECTOS TEÓRICOS</b>	<b>12</b>
2.1	POLÍTICA MONETÁRIA	12
2.2	BANCO CENTRAL E SUAS FUNÇÕES	14
<b>3</b>	<b>TEORIA DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL</b>	<b>19</b>
3.1	DEFINIÇÃO	19
3.2	ESCOLA NOVO-CLÁSSICA: OS BENEFÍCIOS DE UM BANCO CENTRAL INDEPENDENTE	26
3.1	ESCOLA PÓS-KEYNESIANA: CRÍTICAS AO BANCO CENTRAL INDEPENDENTE	32
<b>4</b>	<b>ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO</b>	<b>43</b>
4.1	REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: BREVE HISTÓRIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL	43
4.2	MENSURAÇÃO DA AUTONOMIA DO BACEN	51
4.2.1	Caso Brasileiro	58
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO</b>	<b>63</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>65</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O combate à inflação tornou-se o principal objetivo das autoridades monetárias dos mais diversos países, visto que uma elevação do nível de preços de maneira muito volátil é extremamente onerosa para a economia de qualquer nação e para a economia mundial como um todo. Altas taxas de inflação causam danos severos na economia, afetando demais indicadores como crescimento econômico, distribuição de renda e gerando uma distorção dos preços relativos. Com a estabilidade de preços no centro das atenções das autoridades monetárias, correntes teóricas começaram a divergir a respeito do grau de autonomia que estas autoridades devem possuir para conseguirem obter um maior êxito no controle do nível de preços.

Conforme Alesina e Summers (1993) intitularam, surge a “Teoria da Independência do Banco Central”, este debate a respeito da independência das autoridades monetárias data do final da década de 1970, a teoria em questão afirma que para um controle mais eficiente do nível de preços, é necessário um banco central independente, pois desta forma, esta instituição estaria isenta de pressões políticas, evitando assim políticas com um viés inflacionário. Os principais defensores desta teoria são conhecidos por NovosClássicos, tal escola é conhecida por fundamentos como expectativas racionais, a existência de uma taxa natural de desemprego e a hipótese de que o setor público possui um viés inflacionário. Em contraposição aos pensamentos dos Novos Clássicos e da teoria da independência do banco central, estão os teóricos conhecidos como Pós-Keynesianos, um dos pilares desta escola é o quão importante é a política monetária para o desenvolvimento de um país, não restringindo a política monetária para fins de estabilidade de preços. Os Pós-Keynesianos proferem críticas quanto a ideia de neutralidade e exogeneidade da moeda. Sendo assim, as duas escolas citadas anteriormente divergem fortemente quanto ao grau de independência do banco central, um vasto material teórico fora criado a fim de cada lado defender suas convicções.

No Brasil a discussão a respeito da independência do banco central é mais do que pertinente, tanto que em 2021 foi sancionada a Lei Complementar 179, a qual ficou conhecida como “Lei da Autonomia do Banco Central”. O Banco Central do Brasil possui uma formação conturbada, adquirindo aos poucos todas as funções de uma



autoridade monetária. Já ao final dos anos de 1990, com o regime de metas de inflação é conferida uma autonomia instrumental para autoridade monetária brasileira, a fim de assegurar instrumentos necessários para a estabilidade de preços.

O objetivo deste trabalho consiste em contrapor as ideias das escolas Novo-Clássica e Pós-Keynesiana, além de fazer uma breve análise do caso brasileiro. Após confrontar as vertentes teóricas mencionadas, será averiguada a evolução do grau de independência do banco central brasileiro, a fim de identificar se houve um aumento no grau de independência da autoridade monetária. Principalmente desde a década de 70 o tema sobre a independência dos bancos centrais ganhou muita força pelo mundo, pesquisadores vêm se debruçando sobre o tema a fim de apontar possíveis benefícios e malefícios da independência. Dentro do ponto de vista prático, no Brasil, foi sancionada a lei que determina a autonomia do banco central, sendo assim, a escolha do tema justifica-se pela importância tanto a nível nacional quanto mundial dos debates acerca da independência do banco central.

## 2 ASPECTOS TEÓRICOS

Neste capítulo será exposto o conceito de política monetária e a finalidade deste tipo de política. Logo em seguida serão abordadas as funções de um banco central.

### 2.1 POLÍTICA MONETÁRIA

Para compreender perfeitamente a expressão “Política Monetária” se faz necessário um breve resumo a respeito do que é “Política Macroeconômica”. Segundo Barros, políticas macroeconômicas almejam atingir objetivos gerais da economia como um todo. Têm relação com indicadores como o crescimento econômico, o desemprego e a inflação. Barros ainda complementa que o governo ao colocar metas para esses indicadores, acaba reagindo de acordo com o “sentimento” que tem da sociedade e a grupos de interesses que fazem parte da mesma.

Sendo assim, a Política Monetária está inclusa dentro das Políticas Macroeconômicas, junto das políticas fiscais, cambiais e de renda. Reis (2017) cita que a política monetária nada mais é que um conjunto de medidas adotadas por um governo a fim de controlar a oferta da sua moeda na economia, isto é, a sua liquidez. Dessa maneira, tal política tende a impactar diretamente na taxa de inflação e de juros de um país, sendo estes indicadores considerados essenciais para estabilidade e crescimento da economia.

Pode-se resumir política monetária em um conjunto de ações impostas pelo banco central tendo como principal objetivo o controle da taxa de juros e oferta de moeda, expõem Hubbard e O'Brien (2010) em sua obra, além do mais, tais ações possuiriam como fim atingir objetivos macroeconômicos presentes na política econômica do governo vigente.

Segundo Mishkin (1998), a política monetária possui efeito sobre a oferta de moeda, as taxas de juros e a quantidade de crédito, já estes impactam diretamente o mercado financeiro, além do produto agregado e a inflação.

Conforme Sachs; Larrain (2000) os macroeconomistas, em sua maioria, asseguram que mudanças da política monetária acarretam um efeito grande, mas previsível, sobre a produção, preços, emprego e comércio internacional. Sachs; Larrain (2000) ainda complementam que certos macroeconomistas garantem que o governo precisa gerir a política monetária de maneira que influencie na tendência geral da economia. Segundo o próprio banco central brasileiro, “o BC (Banco Central) utiliza a política monetária, política que se refere às ações do BC que visam afetar o custo do dinheiro (taxas de juros) e a quantidade de dinheiro (condições de liquidez) na economia” (Banco Central do Brasil).

Ainda segundo o BACEN (Banco Central), conforme deixa explícito em seu site: “Manter a taxa de inflação baixa, estável e previsível é a melhor contribuição que a política monetária do BC pode fazer para o crescimento econômico sustentável e a melhora nas condições de vida da população” (Banco Central do Brasil). Em complemento a citação anterior, o BACEN acrescenta que o crescimento econômico depende de inúmeras variáveis, as quais os bancos centrais não possuem controle, como, por exemplo, o aumento da produtividade. Todavia, a inflação elevada, instável ou imprevisível impacta de forma negativa o crescimento de qualquer economia.

O principal objetivo da política monetária que é manter a estabilidade econômica se dá através do compromisso do banco central com a estabilidade de preços, é o que afirma DeBelle (1997). Já Sachs; Larrain (2000) acrescentam que o propósito da política monetária é estimular o crescimento e assegurar a estabilidade econômica com baixa inflação, sendo a taxas de juros e agregados monetários intermediários para atingir tais objetivos.

Com o passar do tempo, diversas ideias a respeito da função da política monetária na economia foram debatidas, conforme Mishkin (1998), até o século XX, a característica predominante das políticas econômicas, a qual destaca-se a estadunidense, era a aversão relacionada a uma possível centralização da autoridade, isso ocasionava uma

imensa oposição ao estabelecimento de apenas um banco central. Havia um temor que os interesses financeiros de grandes corporações e também de bancos privados tivessem influência suficiente para manipular o banco central, tanto que o Federal Reserve System (banco central estadunidense), teve sua criação somente em 1913.

O Brasil, por exemplo, foi um dos países com a criação mais tardia do seu banco central, conforme menciona Corazza (2006), tendo o processo de criação se estendido por um período de duas décadas. Alguns setores da economia (industrial, agrícola e até mesmo certos banqueiros) resistiam a sua criação, fato semelhante ao que ocorreu no caso estadunidense, tais setores tinham receios quanto a criação de um banco central, pois acreditavam que isso dificultaria a criação de moeda, muitas vezes utilizada para suprir deficiências fiscais.

Durante a década de 1970, o principal objetivo dessas políticas pairava sobre o controle do estoque de moedas, ou seja, na liquidez geral do sistema econômico como um todo. Tal afirmação, é fundamentada no pensamento Monetarista, contudo, alguns anos depois, com a forte influência do Keynesianismo, passou-se a considerar as medidas tomadas pelo banco central com relação à escolha da taxa nominal de juros, sendo esta a política monetária com intuito de trazer estabilidade à economia.

## 2.2 BANCO CENTRAL E SUAS FUNÇÕES

Por serem os executores da política monetária, os bancos centrais, por muitas vezes, são intitulados como as instituições essenciais que agem nos mercados financeiros. Diversas variáveis econômicas como taxas de inflação, juros, oferta e demanda por moeda, PIB (Produto Interno Bruto), são afetadas, seja diretamente ou indiretamente, por decisões e ações que o banco central aplica. Sendo assim, é de suma importância conhecer as funções de um banco central. “Banco central é a instituição de um país à qual se tenha confiado o dever de regular o volume de dinheiro e de crédito da economia. Essa atribuição dos bancos centrais geralmente está associada ao objetivo de assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda nacional”. (Banco Central do Brasil, 2016).

Conforme elencado pelo Banco Central do Brasil (Banco Central do Brasil, 2016, p.6), um banco central geralmente desempenha as seguintes funções: “monopólio de emissão; banqueiro do governo; banco dos bancos; supervisor do sistema financeiro; executor da política monetária e cambial e depositário das reservas internacionais.” Abaixo encontra-se no quadro 1 um pequeno resumo:

Inflação baixa e estável	Manter a inflação sob controle, ao redor da meta, é objetivo fundamental do BC.  A estabilidade dos preços preserva o valor do dinheiro, mantendo o poder de compra da moeda. Para alcançar esse objetivo, o BC utiliza a política monetária, política que se refere às ações do BC que visam afetar o custo do dinheiro (taxas de juros) e a quantidade de dinheiro (condições de liquidez) na economia.
Sistema financeiro seguro e eficiente	Faz parte da missão do BC assegurar que o sistema financeiro seja sólido (tenha capital suficiente para arcar com seus compromissos) e eficiente.
Banco do governo	O BC detém as contas mais importantes do governo e é o depositário das reservas internacionais do país.
Banco dos bancos	As instituições financeiras precisam manter contas no BC. Essas contas são monitoradas para que as transações financeiras aconteçam com fluidez e para que as próprias contas não fechem o dia com saldo negativo.
Emissor do dinheiro	O BC gerencia o meio circulante, que nada mais é do que garantir, para a população, o fornecimento adequado de dinheiro.

Fonte: Banco Central do Brasil, 2021.

O banco central é o único emissor do dinheiro, detém o monopólio da emissão a fim de gerenciar o meio circulante, ou seja, fornecer adequadamente o dinheiro em espécie. Já como banqueiro do governo atua quando recebe depósitos e/ou concede empréstimos ao Governo, além do controle dos títulos públicos. (Lopes et al., 2011). No controle dos títulos públicos destacam-se as operações de open-market, estas

operações são leilões realizados pelo Bacen junto dos bancos comerciais com o intuito de comprar ou vender esses títulos. Conforme menciona Lopes et al. (2011), quando é necessária a retirada de moeda de circulação ocorre a venda dos títulos, o que resulta na contração da base monetária. De modo contrário, se a meta é expandir a base monetária, o Bacen promoverá a compra dos títulos públicos presentes no mercado.

A função de banco dos bancos fica clara pelo seu papel fiscalizador e também regulador diante o sistema financeiro nacional e todos os agentes que o constituem, visto que um dos objetivos principais é proteger a estabilidade econômica. Além do mais, tal função refere-se também ao fato de o Bacen ser o responsável pelo recebimento de reservas compulsórias, isto nada mais é que uma forma de regular o volume monetário que ficará disponível aos bancos comerciais para que possam utilizar em operações de crédito. Lopes et al. (2011) ainda menciona que as reservas compulsórias exigidas pelo banco central com determinado percentual dos depósitos à vista são imprescindíveis, principalmente pelo fato de assegurar liquidez e segurança ao sistema bancário. O multiplicador monetário também sofre influência das reservas compulsórias, pois tal grandeza é determinada pelo valor total das reservas, isto é, a soma das reservas compulsórias com fundos excedentes arrecadados pelos bancos comerciais, os quais são identificados como reservas sobresselentes (reservas voluntárias).

Ainda na função de banco dos bancos, o Bacen põe à disposição empréstimos de redesconto, os quais têm por função evitar insuficiências de caixa, assegurando assim a liquidez do sistema financeiro, como citado por Lopes *et al.* (2011), em casos de problemas de liquidez, o banco central torna-se prestador de última instância. Contudo, Freitas faz uma ponderação a respeito da função em prestador de última instância:

O papel de prestamista em última instância representa uma das funções mais essenciais do Banco Central. Porém, não representa um dever de fornecer um socorro ilimitado aos bancos em qualquer circunstância. Isto porque a certeza de contar com um suporte certo e ilimitado do Banco Central estimularia os bancos a assumir riscos cada vez maiores (problema do moral hazard). Desta forma, a

instabilidade intrínseca da atividade bancária aumentaria de forma considerável, agravando o potencial de crise e suas consequências nefastas para o conjunto da economia. (Freitas, 2002, p.409).

Conforme mencionado por Lopes et al. (2011), as taxas de juros praticadas em operações de redesconto pode ser utilizada como uma sinalização ao mercado a respeito das taxas de juros que devem ser praticadas. Se o Bacen estabelece uma taxa muito superior a praticada pelos bancos (taxa de mercado) na concessão de empréstimos, o setor bancário apresentará uma postura cautelosa, diminuindo a probabilidade de recorrer ao banco central. O contrário também é válido, uma taxa de redesconto abaixo dos juros praticados no mercado incentiva a expansão da operação de crédito, ao ponto de os bancos ficarem sem liquidez e mesmo assim obterem lucro com a operação de redesconto, uma vez que o lucro nesta operação se dá pela disparidade entre a taxa que depositou os recursos e a taxa praticada pelo Bacen.

É também função do banco central a atuação no mercado cambial, a ação neste mercado se dá por meio dos depósitos das reservas internacionais. Sendo assim, o banco central tem como objetivo manter um estoque de moeda estrangeira para que consiga interferir no fluxo destes ativos através da venda ou compra a certas instituições financeiras definidas. (LOPES et al., 2011).

Já a função de supervisor do mercado financeiro é tão relevante quanto às demais, pois as normas impostas pela regulamentação de mercado trazem consigo efeitos relevantes no controle monetário, tendo em vista que tendem a afetar o grau de liquidez da economia. Além de que o Bacen consegue valer-se de certas formas de persuasão, buscando atingir a conduta dos bancos comerciais. Estas ações dizem respeito a advertências ou até mesmo intimidação envolvendo adversidades, por exemplo, quanto a captação de recursos oriundos de operações de redesconto.

Ressalta-se que abordagens a respeito do controle monetário divergem à medida que se olha para diferentes países. Segundo Sachs e Larrain (2000), a Inglaterra, por exemplo, tem sua política monetária baseada no controle de uma variável intitulada M3, este monitoramento se dá através das taxas de juros, isto é, o Banco Central da Inglaterra irá aumentar ou reduzir a taxa de juros tendo como

embasamento a oscilação da variável M3. Já no caso brasileiro e estadunidense, os bancos centrais locais utilizam como principal política de supervisão monetária as operações de open-market, ou seja, inserção ou retirada de moeda na economia por meio da venda ou compra de títulos públicos.

Até aqui foram apresentados os conceitos básicos referentes à política monetária e ao banco central, tais conceitos servirão como base para o desenvolvimento do restante do trabalho. A partir disso serão apresentadas diferentes correntes teóricas que divergem a respeito da condução da política monetária. A exposição e discussão dessas teorias antagônicas ocorrerá nos próximos capítulos.



### 3 TEORIA DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL

Este capítulo em questão pode ser considerado o capítulo chave da monografia, visto que nele será abordado a Teoria da Independência do Banco Central, bem como as principais correntes teóricas que divergem a respeito: Novos Clássicos e Pós-Keynesianos. Serão expostos os argumentos a favor ou contra um maior ou menor grau de independência.

#### 3.1 DEFINIÇÃO

A preocupação com a estabilidade de preços, nem sempre foi considerada o principal desafio das autoridades monetárias, segundo Mendonça (2003), o período que antecede à década de 1970 foi marcado pelo predomínio das ideias keynesianas na aplicação de políticas econômicas, englobando assim a política monetária, a qual tinha como principal função reduzir o desemprego e fomentar o crescimento econômico. Não que o controle da inflação não fosse também um dos objetivos, entretanto, no período mencionado não apresentava muitos riscos à estabilidade macroeconômica. Contudo alguns fatores como choque do petróleo e o fim do sistema de Bretton Woods, no período 1971-1973, influenciaram no rompimento da estrutura de condução da política monetária, além do surgimento de ideias como “expectativas racionais” na teoria econômica e o fato de nas décadas 1980 e 1990 inúmeros países apresentaram elevadíssimas taxas de inflação, tudo isso culminou num direcionamento a discussões acerca da estabilidade de preços. (Mendonça, 2003).

Considerando o contexto, os debates a respeito da independência das autoridades monetárias datam do final da década de 1970, afirmam Alesina e Summers (1993), com base em estudos publicados à época a respeito do trade-off entre inflação e desemprego. Surge então a ideia de que a estabilidade de preços deve ser assegurada por um banco central independente, ou seja, isento de pressões governamentais, garantindo assim uma política livre de viés inflacionário. “Mais especificamente, um banco independente pode servir para isolar a economia dos

ciclos de negócios políticos impedindo a manipulação pré-eleitoral da política monetária” (Alesina, Summers). Rogoff (1985), também apresenta uma proposta em que a condução da política monetária deve ser delegada a um agente conservador, isto é, que tenha uma aversão à inflação superior à média do restante dos agentes econômicos, em geral, considera-se que o banco central desempenha este papel de agente avesso à inflação.

A teoria da independência do banco central propõe que a autoridade monetária obtenha independência instrumental e também quanto aos objetivos, além de escolher seus dirigentes (contratações e demissões), sem intervenção do poder executivo. Fica claro que o objetivo da política monetária, segundo a teoria da Independência do banco central, deve ser exclusivamente a estabilidade de preços (Crocco e Jayme JR). Quanto maior for a independência concedida ao banco central, maior será o comprometimento da autoridade política com a manutenção da estabilidade dos preços, dado que o banco central é, em geral, mais conservador no que se refere à busca e à manutenção da estabilidade e atua com uma visão de mais longo prazo do que a autoridade política (Cukierman, 1992). A independência do banco central solucionaria ou no mínimo amenizaria problemas de pressão política na tomada de decisões quanto à política monetária. Sendo assim, de maneira mais contundente Carvalho (1995) faz observações que a independência do Bacen é uma “panaceia” dos anos 90, uma vez que inúmeros aderem à proposta e propagam como fosse uma receita “científica” para obtenção de estabilidade monetária. O banco central teria como função natural assegurar o poder de compra, todavia influências políticas induziriam ao desvio desse curso natural, além de serem ineficientes quanto a condução da política monetária até mesmo para metas de curto prazo. A independência do Bacen sustentaria uma gestão monetária preponderante diante de possíveis jogos políticos.

Diante deste contexto, pensadores da Teoria da Independência do Banco Central, como Alesina e Summers, defendem a concepção de que autoridades políticas possuem propósitos que em inúmeras vezes são conflitantes com o principal objetivo da política monetária, ou seja, metas antagônicas à estabilidade de preços.

Um exemplo nítido de um propósito antagônico é a utilização de déficit orçamentário para alavancar o crescimento econômico, em contrapartida há pressão sobre o nível de preços.

Freitas (2006) argumenta a respeito da teoria de um Bacen independente que os desejos dos políticos e seus partidos como um todo induz o governo a tomar medidas consideradas “populistas” com o intuito de promover a própria imagem. Sendo assim, na presença de um banco central dependente, o mesmo serviria como meio para o governo utilizar-se, tal como, da emissão de moeda para financiar medidas populistas. Períodos que antecedem as eleições tendem a ficarem marcados pela utilização da política monetária pelo governo com o objetivo de alavancar sua imagem diante do eleitor, através da criação de um ambiente econômico favorável no curto prazo, visando a manutenção no poder. Todavia essas políticas tendem a cobrar um alto custo durante o longo prazo, pois na verdade ocasionaram forçadamente ciclos econômicos favoráveis por um breve período, ciclos estes considerados subótimos e até mesmo desnecessários. Blinder (1998) cita que “se os políticos fazem política monetária na base do dia a dia, a tentação de visar ganhos de curto prazo às expensas do futuro (isto é, inflacionar demais) é difícil de resistir”, sendo assim, inúmeros governos preferem deixar a política monetária sob a gestão de tecnocratas, os concedendo longos mandatos e isolados da política.

Um banco central subalterno ao Tesouro, possuindo assim uma perspectiva de planejamento finito, tende a incitar políticas voláteis e com presença de viés inflacionário, o que é contrário a primordial atribuição de um banco central é o que sustenta a tese *rational political business cycles theory*, destaca Freitas (2006). Sendo assim, uma alternativa para afrontar o obstáculo do viés inflacionário da política monetária, seria a implementação de diretrizes que conduziriam os formuladores das políticas a almejar objetivos de longo prazo. Regras monetárias ou orçamentárias seriam capazes de elevar o grau de coordenação de políticas de forma intertemporal entre diferentes governos ao longo do tempo, é o que expõe Freitas (2006).

Com intuito de garantir a execução das regras citadas, sugere-se a concepção de agências independentes, tal como banco central, as quais não estariam reféns de

intimidações e influências do governo. Segundo apoiadores da Teoria da Independência do Banco Central, a inexistência de um banco central independente apto a orientar-se por diretrizes fixas, apolíticas e impessoais, a condução da economia pelo âmbito público, por meio do controle do banco central, direcionaria a economia a instabilidade. Freitas (2006) acrescenta que um arranjo institucional a fim de inibir a instabilidade temporal da política econômica seria delegar o planejamento da política monetária ao Bacen: “A principal vantagem deste arranjo seria eliminar ou reduzir a influência dos políticos na definição da política monetária” (Freitas, 2006). A independência do banco central tenderia na diminuição dos ciclos políticos econômicos, estando a nomeação dos dirigentes da instituição monetária desvinculados das eleições dos governantes responsáveis pela elaboração de políticas e ação do setor público.

A desvinculação dos mandatos garantiria a harmonização entre os interesses de curto prazo da política econômica com os de médio prazo da comunidade. Implícita nesta argumentação está a ideia de que o banco central independente representaria melhor a opinião nacional “mais permanente” do que as próprias autoridades políticas. (Freitas, 2006, p.273)

Conceder a incumbência sobre a política monetária para um gestor o qual possui repulsa à inflação superior a aversão da média da sociedade atende como uma ferramenta de comprometimento a qual possibilita perdurar pequenas taxas de inflação, é o que asseguram Alesina e Summers (1993).

Considerado o fator de predominante zelo pelo banco central: a estabilidade de preços, tem que ser garantida por meio da autonomia da autoridade monetária diante de três agentes/instituições que exercem pressões: o governo, pois aspira a emissão de moeda para financiar seus gastos; o Congresso, o qual possui intuítos políticos que tendem a operar pressão a fim de criar mais recursos orçamentários; e os bancos, já que estes estão subordinados ao banco central no tocante aos empréstimos, níveis de reservas e demais elementos, é o que analisa Mollo (2003).

O engajamento da autoridade política com a defesa da estabilidade de preços é claramente correspondente ao grau de independência do banco central, visto a maior natureza conservadora do banco central no que tange à manutenção de preços no longo prazo. Não havendo determinado nível de independência política, tornar-se-ia inviável intitular um banco central que se tornasse mais avesso à inflação do que a maior parte dos eleitores, a qual é uma meta socialmente admissível, de acordo com o trabalho de Alesina e Summers (1993).

Conforme avaliação de Freitas (2006), a manutenção da estabilidade de preços mesmo que seja divergente das outras metas do governo, sendo a política monetária elaborada e efetivada através da autoridade monetária, sem a interferência governamental, é o que resume a independência do banco central. Perante esta conjuntura, algumas pré-condições institucionais são apontadas para que se possua efetivamente a independência sugerida. A primeira premissa refere-se à inserção no estatuto do banco central de sua meta principal e exclusiva de rechaçar a inflação e a demarcação de barreiras para a intervenção do poder público. A segunda pré-condição é relativa à presença de normas que estabelecem mandatos e, com isso, complexifica a dispensa de dirigente estritamente por causas políticas. Já o terceiro pré-requisito faz menção à existência de capital próprio e liberdade para estatuir o próprio orçamento.

Largamente legitimada por escolas com pensamento ortodoxo, a Teoria da Independência do Banco Central, fundamentalmente pela escola novo-clássica a qual elabora suas ideias de política com base em pressupostos como a neutralidade da moeda. Deste modo considera-se que:

[...] de fato, a hipótese central é a de que um aumento no crescimento da oferta monetária conduz, inevitavelmente, a aumentos de preços, uma vez que a moeda, diferentemente do argumento keynesiano, não é capaz de estimular o produto e a renda no longo prazo. Assim, um Banco Central livre de pressões políticas para se obter menor desemprego no curto prazo, garantiria uma política monetária não inflacionária. (Crocco; Jayme Jr., 2003, p. 6)

A base teórica no trecho citado acima resume-se à neutralidade da moeda, ou seja, a política monetária não possui capacidade de modificar níveis de emprego e produto. Da pressuposição da neutralidade da moeda emergem duas premissas de políticas tradicionalmente ortodoxas: a primeira relativa à política monetária servir puramente como mecanismo para assegurar a estabilidade de preços; já a segunda tem relação ao pensamento de que o banco central necessitaria de autonomia de modo a operar a política monetária sem influência ou intromissão estatal. Essas duas premissas são conhecidas como pilares da Teoria Quantitativa da Moeda, vastamente anuída pelos ortodoxos no curto e longo prazo.

A concepção de neutralidade da moeda, de acordo com Mollo (2003), de que a moeda não gera resultados imutáveis sobre a atividade produtiva real a qual conduz o ideal ortodoxo a não considerar significativo o efeito diante da produção real e sequer os custos sociais da política monetária, assegurando como crucial apenas para a estabilidade de preços, fator único a ser acometido de maneira permanente pelo aumento da oferta de moeda.

Mais um aspecto consentido pela visão ortodoxa diz respeito à exogeneidade da criação da moeda, isto é, a criação decorre exclusivamente do banco central, sendo assim administrada por ele. Tal conceito transfigura o controle do nível de preços através de um banco central independente um tanto quanto factível, fortalecendo desta forma a defesa da teoria da independência do Bacen. De outra maneira, uma vez que, em consoante com o ideal ortodoxo, é a quantia de moeda o fator fundamental para causa da inflação, o banco central tem a imprescindível responsabilidade de deter o controle desta, já que tem o poder sobre a oferta de moeda. Com base nesta perspectiva, a Teoria da Independência do Banco Central objetiva assegurar que, ausente de pressões, o banco central privilegia tão somente o controle da oferta de moeda e, com isso, iniba a inflação. (Mollo, 2003)

Inserido em modelos os quais defendem a teoria da independência do banco central, temos o regime de metas de inflação que é utilizado como método de política anti-inflacionária; este regime passou a ser adotado em diversos países principalmente no início da década de 1990. Freitas (2006) acrescenta que a política monetária com

a execução de metas para inflação possui o nexo de corroborar com a independência dos bancos centrais ao passo que restringem influências de aspectos informais e subjetivos, na hipótese da política monetária ser exercida com a finalidade de atingir a meta publicada anteriormente. A citação pública das metas aliada com uma administração transparente da política monetária tende a permitir ao banco central um aumento de credibilidade da mesma maneira que garante um maior comprometimento da economia com a perpetuação da estabilidade de preços. Com a subordinação dos outros propósitos macroeconômicos à indispensável e primordial meta da política monetária, a estabilidade de preços, o regime de metas de inflação contribui fortemente para a redução do viés inflacionário associado à política econômica.

Freitas (2006) pondera que ainda persistem questionamentos, até mesmo entre os próprios ortodoxos, embora um expressivo número de países tenha aderido ao regime de metas de inflação durante os anos de 1990, se a inflação pode de fato ser prognosticada e contida de maneira a assumir a determinação de uma meta. Além do mais, o obstáculo de prever a inflação seja no curto ou longo prazo tem relação com dois contratempos. O primeiro é referente ao caráter operacional e tem relação a discrepância temporal existente entre a execução da política monetária e a reação da inflação, o que suscita em uma previsibilidade enfraquecida do comportamento da variável. A segunda particularidade, a qual está ligada diretamente a primeira, é relativa ao assunto da credibilidade do banco central, tendo em vista que o hiato temporal antes citado complexificaria a análise do público a respeito do verdadeiro esforço do banco central em alcançar a meta divulgada.

Exposta a teoria, é necessário dizer que as expressões “independência” e “autonomia” denotam certas distinções no que se refere às normas de conduta de um banco central. Segundo Crocco e Jayme Jr. (2003), a proposição de um Bacen independente faz referência à liberdade de instituir suas próprias metas e instrumentos de política. No caso da autonomia do Bacen, esta proposta consiste na liberdade no uso dos instrumentos de política monetária, todavia estes passariam a ser definidos pelo poder público. Sendo assim, a “autonomia” indica que o banco central continuaria

subordinado às metas determinadas pelo governo em exercício e não ficaria independente das diretrizes políticas deste.

Inúmeros autores, sendo um deles Goodhart (1993), reiteram que o banco central necessita ser independente no que tange ao uso de suas competências para a obtenção de seus objetivos estatutários, porém não definir tais objetivos, indicando sua postura direcionada à defesa somente da autonomia do Bacen. O autor mencionado é mais um que considera essencial e igualitário que a autoridade monetária declare contas à sociedade e que o governo possua total compreensão das metas visadas pela diretoria do banco central.

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

Crocco e Jayme Jr (2003), conforme trecho acima, salientam que embora haja esta distinção de termos, a partir do ponto vista teórico, independência e autonomia são vistas de modo similar, uma vez que ambas ressaltam a fragmentação na condução das políticas monetárias e fiscais na esfera econômica.

### 3.2 ESCOLA NOVO-CLÁSSICA E OS BENEFÍCIOS DE UM BANCO CENTRAL INDEPENDENTE

A partir da década de 1970 inúmeros países começaram a promover alterações institucionais com intuito de atribuir uma maior independência de suas instituições monetárias diante de seus governos, é o que afirmam Vargas e Brasil (2017). Apesar do período pós segunda guerra mundial ter apresentado um crescimento econômico



expressivo a ponto de ser intitulado “anos dourados”, este cenário mudaria principalmente ao final da década de 1960, quando parte considerável do planeta passa a conviver com altas taxas de inflação e desemprego. Buscando explicação para esses fatos e também como uma crítica ao pensamento neo-keynesiano, surge a escola Novo Clássica, segundo Amorim “das dificuldades da ortodoxia nasceu e consolidou-se a escola Novo-Clássica, uma nova maneira de pensar a macroeconomia, resgatando ideias de Walras e de outros clássicos do mainstream.” (Amorim, 2002).

Já Freitas (2006) entende que o surgimento da escola Novo Clássica se deu da seguinte forma: surgiu no final da década de 1970 como uma dissidência da contrarrevolução monetarista lançada por Milton Friedman nos anos 1960 - em reação à hegemonia do pensamento keynesiano neoclássico no pós-guerra. Os principais autores dessa corrente são os economistas Robert Lucas, Robert Barro e David Gordon. Segundo Freitas (2006), os novos clássicos sustentam suas proposições em três pilares centrais: Primeiro, os agentes são racionais, ou seja, compreendem perfeitamente o funcionamento da economia, além de serem maximizadores, pois são capazes de otimizar as informações, formando assim expectativas com base no passado e futuro. Segundo, há uma taxa natural de desemprego, sendo assim, o desemprego resume-se a voluntário ou friccional. E terceiro, há presença de viés inflacionário no setor público, pois por razões políticas tende a haver busca por resultados, mesmo que apenas transitórios, no tocante às variáveis reais da economia.

Conforme citado por Freitas (2006), Lucas empreendeu a tarefa de ajustar as ferramentas monetaristas à teoria novo-clássica. Nesse contexto, ele desenvolveu uma modificação da Curva de Phillips, que evidencia a ligação entre a taxa de desemprego e o nível de preços na economia. Essa adaptação ficou conhecida como Curva de Lucas e, em contrapartida à abordagem de Milton Friedman, onde os agentes baseiam suas expectativas em eventos passados (expectativas adaptativas), na versão novo-clássica, os agentes otimizam as informações disponíveis para prever com precisão as ações governamentais. A Curva de Phillips, nesse contexto, assume

um caráter vertical, pois a taxa de desemprego atual inevitavelmente se alinha à taxa natural de desemprego.

Apenas mediante a adoção de "políticas monetárias surpresa" - isto é, políticas que escapam à previsibilidade dos agentes - o governo seria capaz de gerar impactos reais na economia. Essa imprevisibilidade seria predominantemente induzida pela introdução de novas variáveis ou por alterações significativas na amplitude das variáveis já existentes. A fim de ilustrar essa situação, Freitas (2006) explana que uma estratégia de expansão monetária poderia, inicialmente, reduzir a taxa de desemprego no curto prazo, contudo, isso viria acompanhado de um aumento na inflação. No entanto, essas perturbações de curto prazo seriam meras manifestações de erros de previsão cometidos pelos agentes. Quando os agentes detectassem esses equívocos e ajustassem suas estratégias, a taxa de desemprego retornaria ao nível natural, fortalecendo, assim, a doutrina da neutralidade da moeda sustentada pelo pensamento ortodoxo.

Assim, de acordo com Freitas (2006), a Escola Novo-Clássica argumenta que o poder Executivo não deve lançar mão de políticas monetárias de maneira arbitrária. Essas políticas devem repousar sobre regras claras e conhecidas, a fim de evitar a instauração de um clima de incerteza e desconfiança em relação às ações do governo. A ausência dessas diretrizes acarreta riscos de fomentar expectativas negativas entre os agentes, o que usualmente se traduz no aumento da inflação. Ou seja:

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

Segundo as observações de Freitas (2006), como uma evolução do pensamento previamente apresentado, os estudos teóricos após 1990 abraçaram a noção de metas de inflação, as quais detêm uma elevação máxima do nível de preços, sendo que as demais variáveis macroeconômicas estariam subordinadas. A adesão a esse sistema de metas inflacionárias, portanto, reforçaria a teoria da independência do Bacen defendida pelos novo-clássicos.

Conforme já discutido, Freitas (2006) complementa que, de acordo com as teorias do ciclo político econômico, em uma economia em que o governo detém o controle das decisões monetárias, os políticos tendem a criar cenários econômicos favoráveis nos períodos que antecedem as eleições, mesmo que isso demande ajustes dispendiosos no médio e longo prazo. Isso acarreta a criação de ciclos econômicos desnecessários e onerosos para a economia. Esses ciclos não estão isentos de ocorrer mesmo em um contexto de expectativas racionais, já que as preferências do setor público, somadas a informações incompletas oriundas do setor privado e à implementação de políticas de maneira arbitrária, conduzem a um viés inflacionário. Em outras palavras, o governo adota medidas econômicas, especialmente políticas monetárias, visando a objetivos eleitorais, o que gera os ciclos econômicos.

[...] Com o pressuposto dos agentes racionais, os novos-clássicos deslocaram o foco da discussão para a inconsistência da política econômica definida pelas autoridades políticas que querem se manter no poder. Assim, haveria nas políticas governamentais discricionárias, inclusive na política monetária, um viés inflacionário. Ou seja, no caso da política monetária, a discricionariedade indicaria a existência de um incentivo à utilização de políticas inflacionárias pelas autoridades monetárias com o intuito de reduzir o desemprego. (Freitas, 2006, p. 274)

Em sua pesquisa, Crocco e Jayme Jr. (2003) detalham que em uma economia influenciada por esse tipo de expectativas, qualquer ação discricionária do banco central resulta em "ruídos" que têm potencial para desorientar os agentes que determinam os preços. Esses equívocos resultam em uma diminuição da confiança no banco central e, além disso, impactam apenas de maneira temporária as variáveis

reais. No entanto, a moeda é tida como neutra a longo prazo, incapaz de impactar emprego e renda. Isso justifica ações pontuais de altas taxas de juros, mantendo a inflação baixa.

Por outro lado, a falta de habilidade de quem formula a política econômica em assumir o compromisso com uma política coerente com baixo índice inflacionário tende a conduzir a uma expansão demasiada da inflação. O poder executivo é fomentado de maneira sistêmica a gerar mais inflação através de uma política monetária expansionista, principalmente em períodos pré-eleitorais. Em certas circunstâncias até atingem certo grau de sucesso elevando a renda e emprego no curto prazo, todavia ao longo prazo a expansão monetária acarretaria apenas na elevação de preços. Ao passo que o executivo repete a estratégia, considerando que os agentes deixam de cometer erros sistemáticos, o Bacen arranha sua reputação e a perda de credibilidade resulta na ineficiência do aumento de renda e emprego através da política monetária, gerando apenas inflação é o que afirmam os autores Crocco e Jayme Jr (2003).

O parágrafo anterior reflete a essência do raciocínio das expectativas racionais, fundamentando assim o arcabouço teórico do pensamento novo-clássico. Ademais, Crocco e Jayme Jr. (2003) ampliam o assunto ao destacar que a reputação e a credibilidade dos formuladores de política assumem um papel central nesse argumento, propondo três abordagens para enfrentar essa questão:

a) Estabelecer diretrizes para a política monetária: nesse cenário, o banco central seguiria regras estabelecidas na condução das políticas monetárias. Porém, autores afirmam que o governo poderia violar tais regras, especialmente em eleições, adotando políticas monetárias expansionistas de curto prazo.

b) Currency Board: sob essa ideia, a política monetária se ligaria a um câmbio fixo, definido pelo banco central. Assim, o país não controlaria as políticas monetárias, já que a moeda em circulação dependeria de reservas estrangeiras. Crocco e Jayme Jr. (2003) veem semelhança com o padrão-ouro do século XIX.

c) Autonomia do Banco Central: aqui, sugere-se delegar a política monetária a um órgão independente do executivo e da sociedade. O foco é manter um banco central

antinflacionário e sem influências políticas. A meta é estabilizar preços, garantindo economia estável pela manutenção desses objetivos.

Mollo (2003) observa que, para a corrente novo-clássica, manter preços estáveis é a prioridade do banco central. Isso requer independência de pressões governamentais, congressuais ou bancárias. Assim, busca-se credibilidade evitando viés inflacionário com metas, escolha de um presidente do Bacen anti-inflação.

Todas essas prescrições dependem da aceitação da neutralidade da moeda (a curto e longo prazo) e da exogeneidade suposta da sua criação. É em função da neutralidade que tais autores não se preocupam com o custo social dos controles monetários estritos como a proposição de regras e metas monetárias, procurando mostrar que a independência do banco central não implica prejuízo importante para a atividade produtiva real. É ela que, segundo esta concepção, garante o nível geral de preços estável, requisito para que os preços relativos, vistos como sinais eficientes, possam sinalizar corretamente e permitir movimentos da oferta e demanda Pareto-eficientes. (Mollo, 2003, p.335)

O estudo conduzido por Mollo (2003) alega ainda que a crença na natureza exógena da moeda e na sua criação como dependente exclusivamente do banco central, confere viabilidade à defesa da Teoria da Independência do Banco Central dentro do paradigma ortodoxo. Por outro prisma, a entidade monetária, enquanto detentora da responsabilidade pela quantidade de moeda em circulação, assume também a responsabilidade pelo gerenciamento da inflação. Portanto, a questão da credibilidade emerge como um fator crucial, visto que assegura que os agentes econômicos não serão enganados pela busca de ganhos de curto prazo com base em variações inesperadas na economia real, através de surtos inflacionários. Dessa maneira, pode-se inferir que a concepção de independência surge como uma tentativa de assegurar que, sem interferências, o banco central efetivamente priorize o controle monetário e, assim, evite a inflação.

Entretanto, as ideias propagadas pela Escola Novo-clássica e a Teoria da Independência do Banco Central enfrentam críticas provenientes de abordagens

heterodoxas, notadamente da Escola Pós-Keynesiana, que apresentam argumentos contrários à neutralidade e à origem externa da moeda, e, conseqüentemente, desaconselham a manutenção de um banco central com autonomia. As objeções direcionadas à Teoria da Independência do Banco Central, bem como os princípios basilares do pensamento pós-keynesiano, serão expostos adiante.

### 3.3 ESCOLA PÓS-KEYNESIANA: CRÍTICAS AO BANCO CENTRAL INDEPENDENTE

Dentro deste contexto, a Escola Pós-Keynesiana surge na década de 1970 como uma resposta à corrente neoclássica, mas também como uma tentativa de resgatar as ideias genuínas de Keynes, presentes na sua "Teoria Geral", que muitas vezes foram interpretadas de maneira equivocada. Notáveis defensores dessa abordagem incluem autores como Joan Robinson, Paul Davidson, Hyman Minsky, Sidney Weintraub, Nicholas Kaldor entre outros. No Brasil, Fernando Ferrari Filho e Fernando Cardim de Carvalho são reconhecidos alguns dos principais expoentes da Escola Pós-Keynesiana.

No seu estudo, Freitas (2006) sustenta que, em contraposição à perspectiva keynesiana neoclássica, que difundiu a concepção de que a moeda não possuía relevância para Keynes e que unicamente a política fiscal era eficaz para a economia, a corrente pós-keynesiana procura evidenciar a importância que Keynes atribuía à política monetária, recuperando os seus estudos acerca da moeda e das estruturas institucionais monetárias e financeiras que desempenham um papel fundamental tanto no desenvolvimento quanto na instabilidade da economia capitalista.

Neves (2007) acrescenta ainda que, segundo Keynes e os pensadores pós-keynesianos, os alicerces da economia, do ponto de vista da abordagem monetária da produção, acarretam diferentes atributos, como a predileção pela liquidez, a incerteza, a não neutralidade da moeda, a imposição de um arranjo de acordos expressos em moeda, a orientação da receita em direção à poupança. Estas características, por sua vez, contribuem para a compreensão da demanda efetiva e do desemprego involuntário e as políticas de cariz fiscal e monetário.

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

Com base na abordagem da economia monetária da produção, conforme destacado por Neves (2007), os pensadores pós-keynesianos direcionam a atenção para a discussão acerca da incerteza. Sob essa perspectiva, as decisões são moldadas em um ambiente permeado por uma incerteza que não se submete a prognósticos dos eventos por vir. Nesse contexto, os agentes moldam suas escolhas com fundamento em suas próprias expectativas e normas, as quais, quando desfavoráveis, podem resultar na retenção de recursos monetários em sua forma líquida, ao invés de direcioná-los para investimentos em ativos de menor liquidez. Desse modo, a inclinação em prol da liquidez gera deficiências na demanda efetiva, culminando na geração de desemprego involuntário. Em outras palavras, a prática de reter rendimentos por um período substancial, também conhecida como entesouramento, conduz à conclusão de que a moeda não apresenta neutralidade, uma vez que ela influencia a taxa de acumulação de capital.

Neste contexto, constata-se que, para os pós-keynesianos, a moeda jamais apresentará neutralidade. Pelo contrário, o aumento da quantia monetária em circulação propicia a transgressão da barreira orçamentária, possibilitando a realização de dispêndios em investimentos que, por conseguinte, fomentam a ampliação da renda por meio do efeito multiplicador, o que, por sua vez, gera incremento na taxa de ocupação. Sob essa perspectiva, tal como elucidado por Mollo (2003), de maneira análoga aos efeitos benéficos decorrentes do aumento na circulação monetária, a restrição da oferta monetária tem o potencial de exercer uma

influência desfavorável sobre as escolhas relativas a investimentos, considerando o aumento da taxa de juros. Esse raciocínio embasa a declaração dos pós-keynesianos quanto à necessidade de uma abordagem cautelosa frente às políticas monetárias de cunho contracionista.

Mollo (2003) salienta que os pós-keynesianos além de preocupados com possíveis resultados nefastos das contrações monetárias perante renda e emprego, destacam que a oferta monetária, distante de ser exógena, é endógena, isto é, relacionada a pressões internas da economia. A preferência pela liquidez, em determinadas situações de incerteza que dominam como regra na economia real, induz os indivíduos e até mesmo os bancos a apresentarem eventualmente postura mais conservadora perante a aquisição de ativos com menor liquidez, inibindo o financiamento de investimentos e a concessão de crédito bancário, limitando o crescimento. Entretanto, como o comportamento é subjetivo, a velocidade em que a moeda circula e o por seguinte multiplicador monetário são voláteis, impedindo o controle eficaz da autoridade monetária perante o montante monetário.

Nesse contexto incerto e subjetivo, conforme acrescentado por Mollo (2003), quanto mais rígido for o caráter da autoridade monetária e quanto mais regulamentações forem estabelecidas para a condução da política monetária, maior será a dificuldade em compensar a preferência pela liquidez e em atender às demandas da moeda para a viabilização da atividade produtiva. Isso requer que a política seja implementada por meio de estratégias de ajuste preciso, como as ações discricionárias. Essas ações têm como objetivo primordial garantir o crescimento econômico, o qual, segundo a perspectiva pós-keynesiana, é permanentemente afetado pelas condições monetárias.

Segundo Freitas (2006), em uma economia em que a moeda possui caráter atrativo como ativo, uma vez que denota liquidez, as escolhas efetuadas pelos agentes acerca da alocação e busca pelo aumento do valor da riqueza têm o potencial de resultar em desemprego involuntário. Isso ocorre devido ao fato de que a busca por liquidez reduz efetivamente a demanda por bens e serviços. A perspectiva keynesiana encara a política monetária como um instrumento de significativa relevância, capaz de



ocasionar modificações na produção e mitigar o desemprego, uma vez que a moeda é objeto de desejo para agentes em busca de liquidez.

Segundo a perspectiva pós-keynesiana, a dualidade inerente da moeda na economia capitalista contemporânea resulta em efeitos que não exibem neutralidade nem em um horizonte de curto prazo, tampouco em um de longo prazo. A moeda é tratada como uma instituição ancorada em regras e convenções específicas, cuja evolução é moldada por mudanças nas práticas sociais. De maneira análoga, de acordo com Freitas (2006), ela representa total liquidez e pode ser guardada pelos agentes econômicos como um dos métodos de acumulação de patrimônio.

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

Em contrapartida, a moeda bancária, também conhecida como moeda de crédito, emerge como uma forma de moeda privada, sendo sua conversão em moeda central ou legal incumbência do Estado por intermédio do banco central. O banco central desempenha o papel de viabilizar a substituição de ativos emitidos pelos bancos (tais como depósitos à vista) por moeda legal. Esta, além de ser considerada uma unidade de conta, assume o papel de meio de pagamento para todos os acordos econômicos, sendo uma moeda de curso forçado.

De acordo com as considerações de Freitas (2006), os analistas pós-keynesianos sustentam que a efetividade da política monetária como ferramenta de regulação da quantidade de dinheiro em circulação e da manutenção da estabilidade do índice de preços é influenciada pelo entrelaçamento das resoluções dos

participantes econômicos, em um contexto permeado pela incerteza. De forma distinta, a eficácia da política monetária na perspectiva de estimular o aumento da produção e a diminuição do desemprego dependerá tanto das iniciativas do banco central, quanto das respostas dos bancos, das corporações e das pessoas. Em um cenário caracterizado pela incerteza e pela irreversibilidade temporal, tal como é a realidade concreta, torna-se inviável antecipar as atitudes dos agentes, o que ocasiona a falta de conhecimento das ações dos outros participantes do mercado por todos os demais. Dessa forma, não é possível sustentar que haverá uma confluência ao equilíbrio.

Em um cenário permeado pela incerteza, como destacado por Mollo (2003), é inviável prever com exatidão o momento no qual os bancos optarão por aumentar sua busca por liquidez, o que, conseqüentemente, levará ao encarecimento dos empréstimos. De maneira similar, não se torna viável antecipar os desdobramentos das inovações financeiras que emergem, entre outras razões, como forma de eludir a supervisão das autoridades monetárias. Assim, de acordo com a perspectiva pós-keynesiana, torna-se incumbência do banco central intervir à medida que esse contexto vai se tornando evidente, em consonância com a necessidade de regular tanto a prudência no endividamento quanto o suprimento de liquidez, a fim de prevenir episódios de insolvência generalizada.

Nesse contexto, a abordagem pós-keynesiana diverge, em oposição à perspectiva ortodoxa, acerca da presença de um ponto de equilíbrio duradouro na economia, bem como da existência de uma relação inversa entre inflação e desemprego. Portanto, sob a visão heterodoxa, não se verifica uma inclinação inflacionária associada à política monetária e, por conseguinte, não há embasamento teórico para sustentar a ideia de um banco central independente.

Em relação às objeções direcionadas à Teoria da Independência do Banco Central, conforme destacado por Carvalho (1995), uma das principais fragilidades atribuídas a essa teoria está vinculada à tentativa de quantificar a independência e comparar empiricamente o conceito de independência com o desempenho da autoridade monetária na contenção da inflação. Conforme mencionado previamente, as métricas frequentemente empregadas estão relacionadas principalmente a

aspectos administrativos dos bancos centrais. Essas métricas abrangem a duração dos mandatos da diretoria, a eventual interferência do poder executivo na seleção desses diretores e a presença de representantes governamentais na gestão do banco central. A crítica pós-keynesiana argumenta que tais medidas são insuficientes para embasar qualquer conclusão sólida. Carvalho contesta a abordagem novo-clássica, apontando a ambiguidade inerente a essas métricas:

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

Conforme argumentado por Carvalho (1995), esse arranjo não asseguraria a efetiva autonomia do banco central, devido à inevitável ocorrência de interações informais entre o governo e a instituição bancária central. O autor acrescenta que, mesmo em situações em que prevalece a independência formal do banco central, surgem situações em que ocorre uma harmonização entre ambos, geralmente consistindo na concessão ao governo do direito de emitir orientações à autoridade monetária em seu benefício. Adicionalmente, a questão de se fundamentar exclusivamente em elementos estritamente formais, como aqueles que quantificam o nível de autonomia do banco central, apresenta o desafio de conferir ao argumento uma natureza fundamentalmente ambígua. Diante desse contexto, Freitas complementa ao afirmar que:

[...] uma das maiores fragilidades da argumentação em prol da independência do banco central reside nas conclusões extraídas dos estudos empíricos que procuram mensurar a independência do banco central e/ou relacionar algum aspecto mensurável e comparativo da noção de independência com o desempenho da autoridade monetária no combate à inflação. Os estudos econométricos, ao exigir uma abordagem mais objetiva da noção de

independência, acabam por desconsiderar os diversos elementos qualitativos desse conceito, essencialmente ambíguo. Isso porque, na prática, o comportamento dos bancos centrais e seu relacionamento com o Poder Executivo vão muito além dos aspectos formais incorporados nos modelos. (Freitas, 2006, p. 281)

Com o objetivo de atenuar as indagações suscitadas pelos pós-keynesianos acerca dos métodos de avaliação do grau de autonomia das entidades bancárias centrais, a mais recente análise de orientação novo-clássica incorpora em seus modelos mecanismos de accountability - frequentemente envolvendo o Congresso - para a autoridade monetária, nos casos em que não se concretiza o atingimento da meta estipulada. Entretanto, como acrescentam Crocco e Jayme Jr. (2003), os idênticos raciocínios empregados previamente podem ser utilizados nessa circunstância, isto é, não há elementos que inviabilizariam o Congresso de acatar as justificativas da autoridade exclusivamente por conveniências eleitorais. Dessa maneira, é factível afirmar que não se encontram mecanismos oficiais que de fato possam garantir a independência ou mesmo a autonomia do Bacen.

Carvalho (1995) igualmente afirma que uma investigação mais detalhada sobre o comportamento dessas entidades conduziria a uma situação distinta no tocante aos elementos operacionais verdadeiramente determinantes na interação entre o poder executivo e as autoridades monetárias. Inicialmente, torna-se imperativo analisar o nível de concordância social acerca da temática da estabilidade. Em segundo plano, é necessário considerar a relevância de circunstâncias particulares na definição do comportamento de uma entidade monetária. As autoridades bancárias não operam de maneira ideal, mas sim subserviente e conciliadora em ambientes nos quais suas diretorias são frágeis e/ou o poder central está sob o domínio de lideranças vigorosas. O escritor enfatiza as situações envolvendo Arthur Burns no Federal Reserve, Nixon na presidência, e Johnson durante o conflito do Vietnã como ilustrações de contextos nos quais a associação entre o governo e a instituição monetária evidentemente mina a autonomia, apesar da sua persistência formal. Adicionalmente, Carvalho apresenta críticas:

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

Na análise pós-keynesiana, conforme enfatiza Freitas (2006), também se ressalta a relevância do cenário histórico para a compreensão da maneira pela qual se configurou a estrutura monetária e financeira da economia capitalista. Destaca-se que o banco central não se configura como uma entidade apolítica, possuindo a função presumida de assegurar a estabilidade dos valores monetários, tal como proposto pelos “advogados” da autonomia da instituição bancária central. A análise da trajetória histórica abrangendo a evolução dos bancos centrais evidencia que as instituições pioneiras, a exemplo do Banco da Inglaterra e do Banco da França, gradual e interconectadamente, passaram a assumir as atribuições que hoje são reconhecidas como distintivas do banco central: instituição bancária das demais, emissor de moeda, prestamista de última instância e banco do governo. A escritora defende que, em oposição ao que é sugerido pela teoria ortodoxa, os bancos centrais não teriam assumido, inicialmente, a responsabilidade pela garantia da estabilidade do patamar de preços, nem tampouco foram restritos unicamente a essa atribuição, que passou a ganhar relevância significativa apenas a partir do término da década de 1940.

Outro ponto de análise relevante, segundo as observações de Freitas (2006), diz respeito à importância da política monetária. Como já abordado, de acordo com a Escola Pós-Keynesiana, a moeda não possui neutralidade e a política monetária pode exercer impactos duradouros sobre variáveis concretas da economia, ou seja, repercute não apenas na taxa inflacionária, mas também na produção e no emprego. Nesse contexto, não existem justificativas para restringir a política monetária ao único propósito da estabilidade de preços em detrimento do crescimento. Contudo, isso não

implica, porém, que o poder executivo e a instituição bancária central devam adotar uma postura negligente diante da inflação.

Segundo Crocco e Jayme Jr. (2003), em uma economia de caráter capitalista, onde diversos agentes buscam aumentar sua riqueza por meio da posse de variados tipos de ativos, tais como bens de capital, ativos fixos, recursos financeiros e até mesmo dinheiro em espécie, a política monetária tem a capacidade de impactar a rentabilidade de muitos desses ativos. A depender dessa política, existem situações em que os detentores de capital poderiam sentir a necessidade de investir seus recursos em ativos nos quais um incremento na oferta não resultaria em um aumento de empregos, como é notado no caso dos ativos financeiros. Em outras palavras, a política monetária pode possibilitar que a valorização do capital ocorra predominantemente no "âmbito financeiro", ao invés de no "âmbito produtivo" (que diz respeito à produção de bens e serviços). Nesse sentido, a política monetária tem a capacidade de permitir que os agentes econômicos expandam sua riqueza por meio de ativos cuja oferta não gere um aumento na demanda por mão de obra. De acordo com esses mesmos autores, essa é a fundamentação da lógica de equilíbrio associada ao desemprego no enfoque keynesiano.

Nessa perspectiva, admitir que a política monetária pode exercer um impacto duradouro sobre a atividade econômica significa reconhecer a necessidade de coordenação entre a política fiscal e monetária. Conforme argumentado por Crocco e Jayme Jr. (2003), a falta de coordenação entre essas estratégias poderia resultar em cenários desfavoráveis para o desempenho da economia, como, por exemplo, a divergência entre a política fiscal e monetária, à medida que o executivo estabelece uma política fiscal expansionista e a autoridade monetária uma política contracionista. Tal cenário é prejudicial à economia, visto que desperta incertezas quanto ao futuro desempenho econômico. A citação a seguir, apesar de ser datada em 2003, explica muito bem o que ocorreu no Brasil nos anos recentes (2022 e 2023).

Um exemplo típico neste caso é o de uma política monetária baseada em taxas nominais de juros elevadas (como o que ocorre no Brasil atualmente) que conduz

a um desequilíbrio fiscal estimulado fundamentalmente pelo custo de rolagem da dívida mobiliária. Neste caso, a relação dívida líquida/PIB tende a aumentar, a menos que se produza superávits primários crescentes ou que o PIB cresça acima do crescimento da dívida líquida, o que é virtualmente impossível sob uma política monetária contracionista. Torna-se fundamental, neste caso, uma coordenação de políticas onde não haja dominância fiscal (a política monetária sendo determinada pela política fiscal) ou dominância monetária (o inverso), sendo as duas utilizadas, articuladamente, para a obtenção de estabilidade e crescimento. (Crocco; Jayme Jr., 2003, p. 11)

Sendo assim, em consonância com as observações de Freitas (2006), a política monetária não pode ser aplicada de maneira isolada das demais políticas econômicas. A integração das estratégias revela-se crucial para a formulação das metas macroeconômicas e para o êxito de múltiplas políticas na consecução dessas metas. A política monetária não deve ser segregada das demais através de um banco central independente, uma vez que isso poderia acarretar em consideráveis custos sociais caso ocorressem discrepâncias entre as abordagens adotadas pelo banco central e as políticas governamentais.

Freitas (2006) sustenta, também, que a falta de harmonia entre as políticas econômicas pode se tornar uma origem de confronto, principalmente quando o banco central detém completa liberdade de atuação. Mesmo não tendo a estabilidade de preços como único propósito, o banco central poderia manter a taxa de juros elevada visando atrair investimentos estrangeiros – em economias com abertura internacional – e, assim, assegurar a estabilidade do balanço de pagamentos. Em contraposição, o governo pode escolher taxas de juros reduzidas a fim de fomentar a atividade produtiva e a geração de empregos. Se o banco central optar por adotar medidas que negligenciem os propósitos da economia como um todo, a possível repercussão pode ser o entrave no desenvolvimento econômico e o acréscimo do desemprego, além do aumento da fragilidade associada à crescente dependência de recursos provenientes do exterior.

Outra observação crítica apresentada pelos pós-keynesianos em relação à Teoria da Independência do Banco Central está relacionada aos fatores que

influenciam a inflação, conforme ilustram Crocco e Jayme Jr. (2003). De acordo com a perspectiva ortodoxa, a inflação é entendida como um fenômeno estritamente monetário, no qual a quantidade de moeda circulante na economia teria o poder de determinar o nível de preços. A suposição novo-clássica que sustenta essa argumentação baseia-se na ideia de que a economia está em equilíbrio dinâmico, no qual sua taxa natural de desemprego é mantida. Entretanto, essa premissa é alvo de sérias indagações. Conforme afirmam os autores é necessário procurar uma explicação acerca dos fatores que influenciam a inflação por meio de um enfoque teórico alternativo. Dentre as múltiplas teorias que abordam a inflação, ganha destaque a proposição que considera esse fenômeno como resultado de um embate distributivo, sobretudo entre os setores de capital e trabalho, em relação ao excedente produzido na sociedade.

Por fim, há outro aspecto a ser ponderado nessa discussão, que diz respeito à instabilidade financeira inerente à economia de cunho capitalista. Estabelecer uma única meta de estabilidade de preços para o banco central pode tornar complexa sua atuação diante de uma eventual ameaça de instabilidade financeira, uma vez que há uma contradição entre as tarefas de controlar a moeda e a de atuar como prestamista de última instância, conforme elucidado por Freitas (2006). As próprias ocorrências de crises financeiras corroboram a relevância de um banco central que desempenhe o papel de prestamista em última instância e sirva como fonte de liquidez na economia, dado que é a única entidade responsável pela emissão da moeda legal.

Dada a abordagem crítica da economia sob a perspectiva pós-keynesiana acerca da eficácia da Teoria da Independência do Banco Central, é possível perceber que as discrepâncias entre os defensores e os críticos não estão na Teoria da Independência do Banco Central em si, mas sim nas bases teóricas em que se fundamentam a ortodoxia e a heterodoxia.



## 4. ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO

O objetivo deste capítulo é discutir o caso do Banco Central do Brasil, a fim de expor um resumo a respeito do surgimento do banco central brasileiro e a adoção Regime de Metas de Inflação, além de abordar a Lei Complementar 179/2021. O capítulo também apresenta o cálculo que mensura a independência do Bacen.

### 4.1 METAS DE INFLAÇÃO: BREVE HISTÓRIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

O estabelecimento do Banco Central do Brasil enfrentou significativa oposição em sua concepção, resultando no Brasil sendo um dos últimos países a instituir um banco central. Conforme mencionado por Corazza (2005), o processo de criação do Bacen estendeu-se por aproximadamente vinte anos, sendo implementado em fases para superar as resistências contrárias à sua formação. O ponto inicial desse procedimento consistiu na criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc) em 1945, mediante o Decreto de Lei nº 7.293, promulgado pelo presidente Dutra. A efetivação da Sumoc contou com a dedicação de um grupo de economistas, destacando-se nomes como Eugênio Gudim e Octávio Gouvêa de Bulhões, além da influência da nova ordem internacional, estabelecida pelo Acordo de Bretton-Woods.

Segundo Corazza (2005), a considerável oposição à criação de um banco central originava-se, essencialmente, do Congresso e do Banco do Brasil, influenciados por setores diversos, tais como o agropecuário, o industrial e os banqueiros. Adicionalmente, o Governo manifestava falta de vontade política para estabelecer o banco, uma vez que a existência de um banco central poderia prejudicar a utilização da emissão de moeda como recurso para suprir déficits em seu orçamento.

Apenas em 31 de dezembro de 1964, mediante a promulgação da Lei nº 4.595, o Banco Central do Brasil foi instituído, durante o governo militar de Castelo Branco, tendo como um de seus principais defensores o economista Octávio Gouvêa de Bulhões, que ocupava posição de destaque no Ministério da Fazenda. Segundo Corazza (2005), depois da Reforma Monetária de 1964, a estrutura do Bacen foi

submetida a alguns ajustes pontuais, culminando no que é hoje considerado, do ponto de vista institucional, um modelo clássico de banco central. Nesse contexto, entre as reformas propostas para o sistema financeiro, destaca-se o debate a respeito da concessão de maior grau de independência ao banco central como forma de ampliar sua influência na política monetária.

Corazza (2005) sustenta que a discussão sobre a independência do banco central brasileiro remonta ao período anterior à sua fundação. Desde o início da década de 1940, renomados economistas como Gudin, Bulhões, Casimiro Ribeiro e Dênio Nogueira vinham defendendo essa ideia, e mesmo nos dias atuais, a discussão parece não ter sido encerrada, uma vez que seu estatuto está sendo debatido. Nesse sentido, os objetivos iniciais da proposta de independência do Banco Central do Brasil não guardavam estreita relação com o controle da inflação, mas sim com a considerável influência exercida pelos setores que se opunham à fundação de um banco central. Corazza (2005) ainda menciona que:

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

Conforme apontado por Corazza (2005), uma característica que inicialmente conferia ao Bacen uma aparência de independência era o prazo de cinco anos estipulado para o mandato de seus dirigentes. Adicionalmente, Castelo Branco determinou que o mandato dos diretores do Bacen fosse de seis anos, superando o período presidencial de cinco anos vigente na época. Contudo, essa autonomia restrita do Banco Central do Brasil foi efêmera, uma vez que o primeiro presidente do Bacen,

Dênio Nogueira, não concluiu seu mandato, sendo compelido a renunciar por imposição do presidente Costa e Silva, que buscava alguém de sua confiança para liderar o banco central.

Além do insucesso na tentativa de estabelecer mandatos fixos para a diretoria, o Bacen também enfrentava desafios para se desvincular de forma definitiva do Banco do Brasil. Na década de 1960, o Banco do Brasil ainda desempenhava algumas funções atribuídas a um banco central. Segundo Corazza (2005), esse impasse só teve solução com a Constituição de 1988, que redefiniu as funções atribuídas ao Banco do Brasil, ao banco central e ao tesouro nacional. A nova constituição conferiu certos aspectos de independência ao Bacen, como a proibição de financiamentos ao Tesouro e a necessidade de aprovação do Senado para a nomeação de seus diretores. Ademais, alguns projetos de reforma financeira visavam novamente estabelecer mandatos fixos e garantir que o Presidente do banco central não pudesse ser destituído facilmente pelo governo, conferindo assim características formais de independência ao Bacen.

A polêmica sobre a independência do Bacen, embora em discussão desde a primeira metade do século XX, ganhou impulso a partir das sucessivas frustrações dos planos de estabilização na década de 1980, quando o país enfrentava sérias dificuldades para conter as elevadas taxas de inflação. Adicionalmente, como destacado por Pellegrini (2004), no início dos anos 1990, essa discussão foi intensificada no cenário internacional devido ao crescente número de países, tanto desenvolvidos quanto em desenvolvimento, que adotaram o regime de metas de inflação (Inflation Targeting) e, por conseguinte, conferiram maior autonomia a seus bancos centrais.

Segundo a argumentação de Matta (2003), a implementação das metas de inflação nos países que as adotaram resultou na elevação da autonomia operacional de seus bancos centrais. Nesse contexto, o banco central pode ser autônomo, ao mesmo tempo em que continua sujeito à autoridade do Governo. Em outras palavras, é o Governo quem define as metas de inflação de acordo com seus interesses; no entanto, cabe ao banco central determinar a abordagem para alcançar esses objetivos.

Implantado em junho de 1999, o Regime de Metas de Inflação no Brasil tinha como objetivo substituir a âncora cambial estabelecida pelo Plano Real em 1994. Dessa forma, o Bacen abandonou o regime de bandas cambiais, adotando, em seu lugar, um regime de câmbio flutuante. Nessa nova estrutura, a condução da política monetária é pautada por uma meta inflacionária restritiva. A responsabilidade pela definição dessa meta recai sobre o Conselho Monetário Nacional (CMN), cabendo ao Bacen a incumbência de garantir o êxito da política monetária para atingir tais objetivos (Matta, 2003).

O referido autor sustenta que, no contexto brasileiro, as metas inflacionárias foram instituídas como uma alternativa à busca por outra "âncora nominal", substituindo assim a âncora cambial. O objetivo principal da política econômica era a estabilidade de preços, em detrimento da estabilidade cambial. Com essa mudança, a moeda poderia flutuar, desde que atendesse às metas de inflação estabelecidas.

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

Conforme mencionado anteriormente, o Conselho Monetário Nacional (CMN) determina o intervalo da meta com base na sugestão do Ministério da Fazenda. Adicionalmente, o CMN também é encarregado de estabelecer o índice oficial para a definição das metas de inflação, sendo o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE, o indicador oficial atualmente adotado. Dezoito meses antes do início do ano, o CMN define a meta, e o intervalo escolhido costuma ser de 2 a 2,5 pontos percentuais acima e abaixo da meta estabelecida (Pellegrini, 2004).

É relevante salientar, como enfatiza Matta (2003), que além da manipulação das taxas de juros, o banco central também deve empregar instrumentos secundários

para o controle da inflação, tais como o monitoramento de agregados monetários e uma abordagem discricionária na concessão de crédito.

Na eventualidade do não cumprimento da meta, o presidente do Bacen é obrigado a emitir uma carta aberta ao Ministro da Fazenda, justificando a não consecução do objetivo e indicando as medidas a serem adotadas para reverter o cenário. Adicionalmente, cabe ao banco central publicar trimestralmente um Relatório de Inflação, cujo propósito é informar à sociedade sobre a política monetária, seus objetivos e perspectivas. "[...] Esses canais de comunicação têm como objetivo facilitar a compreensão e o acompanhamento da política monetária e, assim, manter as expectativas favoráveis, especialmente em casos de não atendimento da meta" (Pellegrini, 2004)

Nesse contexto, é fundamental mencionar o Comitê de Política Monetária (Copom), em funcionamento desde 1996, refletindo a experiência de outros países, a exemplo do Federal Open Market Committee nos Estados Unidos. O Copom é composto pelos dirigentes do banco central, que deliberam sobre suas decisões por meio de votação em reuniões que ocorrem a cada quarenta e cinco dias. O principal objetivo desses encontros consiste em estabelecer a taxa básica de juros (Taxa Selic), com o propósito de orientar a inflação em direção à meta estabelecida.

A implantação de um regime de metas de inflação está associada ao aumento do grau de autonomia do banco central. Nesse contexto, Pellegrini (2004) observa que a proposta de ampliação da autonomia do Bacen, advinda do Regime de Metas de Inflação, configura-se como autonomia operacional, seguindo o modelo adotado por outros países que implementaram esse regime. O Governo estabelece a meta, cabendo ao Bacen utilizar os instrumentos de política monetária para alcançá-la. O autor ainda destaca que a intenção de introduzir algum grau de autonomia operacional pode ter contribuído de maneira positiva para a aprovação da Emenda Constitucional nº 40, de maio de 2003, que modifica o art. 192, possibilitando a regulamentação gradual do sistema financeiro, ao invés de uma abordagem integral conforme sugeria o artigo original.

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

Pellegrini (2004) destaca que, para defender sua autonomia, o banco central deve estabelecer e divulgar seu objetivo. Ou seja, a concessão dessa autonomia a um banco central tem uma finalidade. Nesse contexto, o fundamento teórico mais reconhecido parte da premissa de que a autonomia do banco central visa alcançar e manter a estabilidade de preços na economia. Contudo, esse objetivo deve ser exclusivo, uma vez que a busca por outras metas pelo banco central pode ser incompatível com a gestão da taxa de inflação e, por isso, a autonomia não produzirá os efeitos de credibilidade propostos. Desta forma, o autor acrescenta que:

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

Ademais, conforme destaca Pellegrini (2004), a definição da estabilidade de preços como objetivo primordial do banco central não implica que não haverá preocupação com outras variáveis reais da economia, como PIB e taxa de desemprego. Nesse contexto, ao determinar a meta e seu intervalo de tolerância, é fundamental considerar sempre as repercussões sobre as variáveis reais da economia. Desse modo, cabe à política monetária ser mais flexível quanto ao ajuste da inflação diante da performance das demais variáveis.

Entretanto, é válido ressaltar que a ideia de harmonia entre as atribuições do Bacen não é exatamente um consenso, principalmente no tocante à gestão cambial.

Essa aceitação, no entanto, pressupõe que as outras funções atribuídas ao Bacen não serão empecilhos ao seu objetivo primordial, que é a estabilidade de preços. Pellegrini (2004) destaca que a tendência internacional é delegar essas funções para outras instituições, a fim de possibilitar ao Bacen autônomo pleno foco no manejo da inflação. O autor traz como exemplo a experiência do Reino Unido nesse tipo de cessão de funções.

Igualmente, manter todas essas atribuições centralizadas em torno de um banco central, após conceder-lhe autonomia, implica em concentrar excessivamente o poder. Em um cenário como esse, o banco central autônomo detém a capacidade de tomar decisões, como definir o montante a ser emprestado às instituições financeiras, autorizar o funcionamento e regular a atuação dessas instituições. O banco central também teria controle exclusivo sobre o regime cambial, a extensão da abertura financeira do país e a conversibilidade da moeda (PELLEGRINI, 2004).

Corazza (2005) argumenta que a proposição de conferir independência ao banco central não implica que este se tornará um quarto poder da República, nem que estará acima da lei. A independência do banco central está condicionada ao cumprimento da legislação, a qual define de maneira clara as atribuições da instituição. Dessa forma, um banco central independente não representará uma nova esfera de poder, pois permanece vinculado ao Poder Executivo.

Ademais, é crucial conscientizar a sociedade de que a política monetária, por si só, não constitui a solução para problemas estruturais. Em outras palavras, a superação de dificuldades de crescimento em contextos de elevadas taxas de juros ou a redução da taxa natural de desemprego demandam medidas que estimulem a acumulação de fatores produtivos (PELLEGRINI, 2004).

Em sua obra, Pellegrini (2004) apresenta uma proposta para indicar como o grau de autonomia do banco central pode ser ampliado de maneira legal:

O tratamento da autonomia do Bacen no texto da lei poderia prever, além do objetivo da estabilidade de preços como proposto anteriormente, os mandatos fixos, com ressalvas usuais, talvez com término de um ano após o mandato do

Presidente da República; a responsabilidade do CMN pela fixação e revisão das metas para a inflação, mediante proposta do Ministro da Fazenda; a responsabilidade do Bacen pelo cumprimento das metas; a prerrogativa do Ministro da Fazenda a respeito das decisões do Copom; as regras para a solução de conflitos entre o Ministro da Fazenda e o Bacen, incluindo a obrigatoriedade de o Ministro apresentar publicamente a justificativa para o caso de discordância do Copom, justificativa esta acompanhada pela posição do Bacen. (Pellegrini, 2004, p. 41)

Carvalho, Oliveira e Monteiro (2010), em defesa da independência do Banco Central do Brasil, destacam em sua obra alguns casos que demonstram a independência da instituição. O primeiro desses casos refere-se à atuação do Bacen como prestador de última instância durante a crise no sistema bancário entre 1994 e 1995, quando o Banco Econômico e o Banco Nacional enfrentaram fragilidades que os levaram à liquidação, resultando na criação do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Sistema Financeiro Nacional (Proer). Segundo os autores, durante vários meses, o Bacen contrariou a regulamentação em vigor, mobilizando bancos comerciais federais na tentativa de impedir que os problemas de alguns grandes bancos ameaçassem todo o sistema bancário.

Outro exemplo citado pelos autores está relacionado ao ano de 2008, quando o banco central atuou como prestador de última instância durante os problemas bancários decorrentes da crise internacional na economia. Nesse contexto, conforme explicam os autores, o Banco Central do Brasil utilizou-se de uma medida provisória do Executivo antes de intervir no mercado, sendo esta intervenção reconhecida por um de seus representantes da época. Na visão dos autores, a seleção desses episódios é justificada da seguinte forma:

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



contudo. Trata-se de destacar casos que evidenciam a ocorrência de comportamentos repetidos [...], com objetivo inclusive de reforçar a necessidade de ampliar a transparência e o debate sobre a atuação do Banco Central do Brasil. (Carvalho, Oliveira e Monteiro, 2010, p. 38)

Os autores concluem ainda que, embora o Banco Central do Brasil ainda não detenha independência, visto que não possui o privilégio de estabelecer, por conta própria, as metas para a condução de sua política monetária, o Bacen age como se possuísse plena autonomia jurídica. O regime de metas de inflação possibilitou, assim, a expansão de sua autonomia operacional, conforme preconizado pela Teoria da Independência do Banco Central. Isso se traduz na capacidade de elaborar e implementar a política monetária para atingir as metas sem interferência do governo. Em última análise, a mudança no nível de autonomia conferido ao Banco Central do Brasil é em grande parte atribuída à implementação do Regime de Metas de Inflação, considerando que a evolução dos índices observados ocorreu após a adoção desse regime.

#### 4.2 MENSURAÇÃO DA AUTONOMIA DO BACEN

A avaliação do nível de independência de um banco central está diretamente relacionada a aspectos legais e institucionais, além de fatores menos formais e peculiaridades associadas a cada país, como sua cultura, práticas políticas e econômicas aceitas, e os valores ligados à identidade do banco central e das autoridades do setor público, entre outros elementos. Esse conjunto de características pode variar de país para país e também ao longo do tempo, o que pode resultar em variações no grau de independência dos bancos centrais, seja aumentando ou reduzindo tal autonomia.

Como destacado previamente, a pesquisa de Freitas (2006) conclui que bancos centrais com maior nível de independência têm autoridades políticas mais empenhadas em preservar a estabilidade de preços. Isso se deve ao fato de que a

autoridade monetária, em geral, adota uma postura mais conservadora na busca pela estabilidade e opera com uma perspectiva de longo prazo.

Quanto aos elementos que determinam a independência de um banco central, Freitas (2006) identifica três requisitos institucionais essenciais: a inclusão, no estatuto, do objetivo exclusivo de controlar a inflação e restrições à interferência do poder público; a presença de regras específicas para estabelecer mandatos, dificultando a demissão da diretoria por motivos políticos; e a posse de recursos próprios, além da liberdade para determinar o próprio orçamento e a meta de inflação.

Alesina e Summers (1993) ressaltam em sua pesquisa a análise do nível de independência do Bacen por meio de dois conceitos fundamentais: "independência política" e "independência econômica". A independência política é sobretudo demarcada como a capacidade do Bacen de estabelecer seus objetivos e instrumentos de política sem intromissão do governo nessa determinação. Essa avaliação se baseia em aspectos institucionais, como a existência de uma diretoria independente ou se essa diretoria é nomeada pelo governo, a presença de representantes governamentais na diretoria do banco central, a duração dos mandatos, a necessidade de aprovação do poder público nas decisões de política monetária e a explicitação e relevância do objetivo da estabilidade de preços no estatuto do banco central. Por outro lado, a independência econômica é entendida como a capacidade do banco central de empregar os instrumentos de política monetária sem restrições. A limitação mais comum à condução da política monetária é a obrigação do banco central de financiar o déficit do governo. Essa dimensão de independência econômica avalia principalmente a facilidade com que o governo pode acessar diretamente crédito por meio do banco central.

Na análise de Rosende (1989), um aspecto crucial para avaliar o nível de independência de um banco central está relacionado ao mecanismo de nomeação de sua diretoria. Isso se deve ao fato de que uma estrutura diretiva da autoridade monetária completamente desvinculada do setor público, especialmente no que diz respeito às decisões sobre o período de gestão e a permanência de seus membros, tende a aumentar a conciliação entre os interesses de curto prazo da política

econômica e os objetivos de médio e longo prazo da sociedade. Seguindo perspectiva semelhante Cukierman, Webb e Neyapti (1992) abordam que as instituições não conseguem totalmente evitar resultados indesejáveis ou garantir resultados desejáveis. No entanto, a alocação das autoridades dentro de um setor público influencia a probabilidade de certos resultados em relação a outros. Um exemplo significativo desse princípio está relacionado ao equilíbrio de poderes entre o banco central e os ramos executivo e legislativo. Em geral, economistas e profissionais da área de política monetária acreditam que o grau de independência do banco central em relação a outras partes do governo impacta a taxa de expansão monetária e de crédito, e, conseqüentemente, variáveis macroeconômicas importantes, como inflação e o tamanho do déficit orçamentário. Além disso, os autores destacam que as leis que regem os bancos centrais variam em termos de enfoque, abrangência e nível de detalhe. No entanto, muitas das cláusulas presentes nos estatutos dos bancos centrais não estão diretamente relacionadas à questão da independência. Classificar os bancos centrais com base no grau de independência jurídica é, portanto, desafiador e inevitavelmente exige um julgamento subjetivo.

Conforme Cukierman, Webb e Neyapti (1992), é fundamental avaliar a independência legal do banco central, pois isso reflete o nível de autonomia que os agentes políticos pretendem conferir à instituição. Além disso, a maioria significativa das tentativas de mensurar a independência do banco central concentra-se principalmente em aspectos legais, tornando-os, dessa maneira, elementos essenciais para comparações com estudos anteriores.

O estudo conduzido por Cukierman, Webb e Neyapti (1992) apresenta um dos índices mais utilizados globalmente para avaliar a independência dos bancos centrais. Inicialmente, os autores fundamentam sua análise em dois princípios básicos: a consideração de apenas algumas características legais específicas, porém detalhadas; e a inclusão exclusiva de informações estipuladas por lei. Esses princípios são direcionados para classificar os bancos centrais conforme seu grau de independência em diversas dimensões legais, minimizando avaliações subjetivas e focando em aspectos concretos da legislação. As questões legais são organizadas em

quatro grupos distintos. O primeiro aborda aspectos relacionados à administração do banco central. O segundo engloba temáticas ligadas à política monetária. O terceiro grupo trata dos principais objetivos do banco central. Por fim, o quarto grupo diz respeito à restrição ou facilidade na concessão de empréstimos ao setor público.

O índice elaborado apresenta dezesseis variáveis legais ordenadas em uma escala de 0 a 1, sendo 0 o grau com menor independência e 1 o maior. Os critérios aplicados por Cukierman, Webb e Neyapti (1992) foram:

a) Bacen's em que o presidente (CEO, diretor) apresenta maior tempo de mandato e o governo possui menor influência na nomeação ou demissão dos membros da diretoria são tidos com maior grau de independência;

b) Bacen's que detêm autonomia na elaboração da política monetária e que conseguem de sustentar sua posição perante a pressão do governo, em caso de divergência de ideais, são considerados com maior grau de independência;

c) Quão grande for a relevância atribuída a meta da estabilidade de preços mediante a demais propósitos que venham a divergir do primeiro, mais elevada será a independência;

d) Os Bacen's que detêm um limite mais estreitado para empréstimos destinados ao governo são considerados com um maior grau de independência frente aqueles que detêm limites superiores.

A Tabela 1, elaborada por Cukierman, Webb e Neyapti (1992), oferece uma descrição minuciosa da composição do índice legal utilizado para mensurar o grau de independência do banco central. Ao realizar a média ponderada dos resultados dos grupos de questões legais apresentados, obtém-se um índice que reflete o nível de autonomia do banco central. Dessa forma, quanto maior o valor encontrado, maior será a independência do banco central em análise. Contudo, é relevante destacar que no estudo de Cukierman, Webb e Neyapti (1992) não se encontra justificativa específica quanto ao critério utilizado na atribuição dos pesos para cada agregação apresentada na Tabela 1.

TABELA 1 - Variáveis da Independência Legal do Banco Central

Nº	Descrição	Peso	Classificação Numérica
<b>1</b>	<b>Presidência (CEO)</b>	0,20	
	a. Mandato		
	Mais de 8 anos		1,00
	6 a 8 anos		0,75
	5 anos		0,50
	4 anos		0,25
	Menos que 4 anos ou a critério do nomeador		0,00
	b. Quem nomeia o CEO		
	Diretores do BC		1,00
	Conselho do BC, Executivo e Legislativo		0,75
	Legislativo		0,50
	Ministros		0,20
	Um ou dois membros do Executivo		0,00
	c. Demissão		
	Inexistente disposição para demissões		1,00
	Somente por razões não políticas		0,83
	A critério da direção do BC		0,67
	A critério do legislativo		0,50
	Demissão incondicional possível pelo legislativo		0,33
	A critério do poder executivo		0,17
	Demissão incondicional possível pelo Executivo		0,00
	d. O CEO pode ocupar outros cargos no governo?		
	Não		1,00
	Com a permissão do executivo		0,50
	Não existem regras a respeito		0,00
<b>2</b>	<b>Formulação de Política</b>	0,15	
	a. Quem formula a política monetária?		
	Somente o Banco Central		1,00
	BC participa, mas tem pouca influência		0,67
	BC apenas aconselha o governo		0,33
	BC não intervém		0,00

b. Quem tem poder para resolver conflitos?		
O BC, em circunstâncias definidas por lei		1,00
O governo, em circunstâncias de políticas não definidas nas metas do BC ou em caso de conflito com o banco		0,80
Conselho do BC, executivo e legislativo		0,67
Legislativo, em questões políticas		0,40
O poder executivo, em questões políticas, sujeito a processos e possível protesto do BC		0,33
O Executivo		0,00
c. Papel no orçamento do governo		
O BC tem papel ativo		1,00
O BC não influencia		0,00
<b>3</b>	<b>Objetivos</b>	0,15
Estabilidade de preços é o único objetivo e o BC tem a última palavra em caso de conflito com o governo		1,00
Estabilidade de preços é o único objetivo		0,80
Estabilidade de preço é apenas um dos objetivos		0,60
Estabilidade de preço é apenas um dos objetivos, junto a outro objetivos conflitantes		0,40
Não há objetivos definidos para o BC		0,20
Os objetivos não incluem a estabilidade de preços		0,00
<b>4</b>	<b>Limites de empréstimo ao governo</b>	0,15
a. Vantagens (limitações em empréstimos não securitizados)		1,00
Vantagens não são permitidas		0,67
Vantagens permitidas (até 15% da receita do governo)		0,33
Vantagens permitidas (superior a 15% da receita do governo)		0,00
Não há limites legais para empréstimos		
b. Empréstimos Securitizados		0,10
Não são permitidos		1,00
Permitidos (Até 15% da receita do governo)		0,67
Permitidos (superior a 15% da receita do governo)		0,33

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

Fonte: Cukierman, Webb e Neyapti (1992)

#### 4.2.1 CASO BRASILEIRO

A pesquisa conduzida por Cukierman, Webb e Neyapti (1992) examina uma amostra composta por 72 países, incluindo o Brasil, abrangendo o período de 1950 a 1989. Com o intuito de avaliar o nível de independência legal do Banco Central do Brasil, este estudo propõe a análise das descobertas dos autores mencionados no contexto brasileiro.

TABELA 2 - Mensuração da Independência Legal do Banco Central (1950 – 1989)						
Nº	Descrição	Peso	Década 1950-59	Década 1960-71	Década 1972-80	Década 1980-89
<b>1</b>	<b>Presidência (CEO)</b>	<b>0,20</b>				
	a. Mandato					
	Menos de 4 anos ou a critério do nomeador		0	0	0	0
	b. Quem nomeia o CEO					
	Legislativo		0,5	0,5	0,5	0,5
	c. Demissão					
	Demissão incondicional possível pelo Executivo		0	0	0	0
	d. O CEO pode ocupar outros cargos no governo?					
	Não existem regras a respeito		0	0	0	0
<b>2</b>	<b>Formulação de Política</b>	<b>0,15</b>				
	a. Quem formula a política monetária?					
	BC apenas aconselha o governo		0,33	0,33	0,33	0,33
	b. Quem tem poder para resolver conflitos?					
	O Executivo		0	0	0	0
	c. Papel no orçamento do governo					
	O BC não influencia		0	0	0	0
<b>3</b>	<b>Objetivos</b>	<b>0,15</b>				



Os objetivos não incluem a estabilidade de preços		0	0	0	0
<b>4</b>	<b>Limites de empréstimo ao governo</b>	0,15			
a.	Vantagens (limitações em empréstimos não securitizados) Vantagens permitidas (até 15% da receita do governo)		0,67	0,67	0,67
b.	Empréstimos securitizados Não há limites legais para empréstimos	0,10	0	0	0
c.	Termos de empréstimos (maturidade, juros, quantidade) Definido pelo executivo	0,10	0	0	0
d.	Recebedores de empréstimos do BC Apenas o Governo Federal	0,05	1	1	1
e.	Limites de empréstimos definidos em Quota dos gastos do governo	0,025	0	0	0
f.	Vencimento dos empréstimos Sem menção de vencimento na lei	0,025	0	0	0
g.	Taxas de juros dos empréstimos devem ser Taxas de juros não são mencionadas	0,025	0,25	0,25	0,25
h.	BC não pode comprar títulos do governo no mercado primário Não	0,025	0	0	0
<b>Total</b>			<b>0,21</b>	<b>0,21</b>	<b>0,21</b>

Fonte: Cukierman, Webb e Neyapti (1992)

A Tabela 2, construída com base nos dados estimados por Cukierman, Webb e Neyapti (1992) referentes ao Banco Central do Brasil, revela um nível bastante reduzido de autonomia legal para o Bacen durante o período de 1950 a 1989. Conforme a metodologia dos autores, o Brasil estava classificado com uma das posições mais baixas no ranking, situando-se à frente de apenas oito países dentre os

72 analisados. Os resultados demonstram que apenas quatro das variáveis calculadas não receberam o indicador mais baixo, ou seja, a classificação de número zero, que indica o menor nível de autonomia para o banco central.

Por ser um estudo realizado há mais de 30 anos inúmeras modificações ocorreram de lá para cá, por exemplo, a implementação do regime de metas de inflação e mais recentemente a Lei Complementar 179/2021, conhecida como “Lei da Autonomia do Banco Central”, sendo assim, a mesma metodologia foi aplicada só que observando a conjuntura atual.

TABELA 3 - Mensuração da Independência Legal do Banco Central do Brasil (2024)

Nº	Descrição	Peso
<b>1</b>	<b>Presidência (CEO)</b>	0,20
	a. Mandato 4 anos	0,25
	b. Quem nomeia o CEO Legislativo	0,5
	c. Demissão Somente por razões não políticas	0,83
	d. O CEO pode ocupar outros cargos no governo? Não existem regras a respeito	0
<b>2</b>	<b>Formulação de Política</b>	0,15
	a. Quem formula a política monetária? BC participa, mas tem pouca influência	0,67
	b. Quem tem poder para resolver conflitos? O Executivo	0
	c. Papel no orçamento do governo O BC não influencia	0
<b>3</b>	<b>Objetivos</b>	0,15

	Estabilidade de preços é apenas um dos objetivos		0,60
<b>4</b>	<b>Limites de empréstimo ao governo</b>	0,15	
a.	Vantagens (limitações em empréstimos não securitizados) Vantagens permitidas (até 15% da receita do governo)		0,67
b.	Empréstimos securitizados Não há limites legais para empréstimos	0,10	0
c.	Termos de empréstimos (maturidade, juros, quantidade) Definido pelo executivo	0,10	0
d.	Recebedores de empréstimos do BC Apenas o Governo Federal	0,05	1
e.	Limites de empréstimos definidos em Quantidade	0,025	1
f.	Vencimento dos empréstimos Sem menção de vencimento na lei	0,025	0
g.	Taxas de juros dos empréstimos devem ser Taxas de juros não são mencionadas	0,025	0,25
h.	BC não pode comprar títulos do governo no mercado primário Sim	0,025	1
	<b>Total</b>		<b>0,39</b>

Fonte: Elaboração Própria

Conforme observamos na Tabela 3, o grau de independência apesar de continuar ainda mais próximo de 0 (do que de 1), praticamente duplicou nos últimos 30 anos. Além do regime de metas de inflação já abordado neste trabalho anteriormente, também é válido destacar a Lei da Autonomia do Banco Central que foi sancionada em 2021 e trouxe algumas mudanças significativas, a principal é a respeito dos mandatos

de presidente e diretoria do banco central, os quais foram fixados em um período de quatro anos de modo que não coincidam com o mandato do presidente da república. A lei deixa explícito os objetivos do Bacen, conforme citado em seu portal: “O objetivo fundamental do BC é assegurar a estabilidade de preços, além de, acessoriamente, zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego” (Banco Central do Brasil).

Outra mudança instituída foi a prestação de contas de forma semestral, em que o presidente do Bacen irá esclarecer diante do Senado as decisões tomadas durante o semestre para assegurar a estabilidade de preços e financeira. Mais uma novidade também fica por parte da exoneração do presidente e diretoria, pois será somente em casos de enfermidade, a pedido, condenação que impeça exercício de cargo público e “quando apresentarem comprovado e recorrente desempenho insuficiente para o alcance dos objetivos do Banco Central” (Brasil, 2021).

## 5 CONCLUSÃO

Conforme analisado, as discussões acerca da Teoria da Independência do Banco Central perduram ao longo de várias décadas. O debate ganha ainda mais relevância quando contextualizada a Lei da Autonomia do Banco Central sancionada em 2021, a política econômica foi um tema central nas campanhas eleitorais de 2022. De um lado, defendendo a independência da política monetária, temos a ortodoxia, representada aqui pela Escola Novo-Clássica. Por outro lado, questionando a teoria em questão, surge o pensamento heterodoxo, representado pela Escola Pós-Keynesiana.

A proposta deste trabalho consistiu em abordar diversos aspectos diretamente relacionados à Teoria da Independência do Banco Central. No primeiro capítulo, foram apresentados os fundamentos teóricos que constituem a base para a compreensão dessa abordagem. Em seguida, foi conduzida uma discussão sobre a Teoria da Independência do Banco Central, destacando sua definição, as ideias de seus defensores e as críticas a ela associadas. A análise se estendeu ao contexto brasileiro, apresentando um breve histórico do Banco Central brasileiro. Por fim, propôs-se a análise da mensuração do grau de autonomia do Banco Central do Brasil de 1950 ao período atual com o intuito de acompanhar a trajetória histórica quanto a autonomia.

Verificou-se que o conflito teórico entre Novos Clássicos e Pós Keynesianos reside na estrutura teórica dessas escolas e nas distintas concepções que possuem sobre elementos fundamentais da teoria econômica. Dessa forma, axiomas cruciais para a Escola Novo-Clássica, como as expectativas racionais e neutralidade da moeda, por exemplo, não são aceitos pela Escola Pós-Keynesiana, e vice-versa. Não é possível afirmar se uma corrente teórica está correta quanto a defesa ou crítica a independência do Banco Central, são apenas visões distintas sobre o assunto, a autonomia do Bacen traz consigo vantagens e desvantagens, o ônus e o bônus, cada indivíduo ou sociedade irá ponderar o que considera mais vantajoso para sua estrutura econômica e assim preferir por um maior ou menor grau de independência. Cabe ressaltar que o nível de autonomia do Banco Central afeta sim questões fundamentais para o crescimento econômico de uma nação, todavia não é o único e exclusivo, pois medidas tomadas pela

autoridade monetária são essenciais, mas não o suficiente para assegurar crescimento econômico.

Quanto ao nível de autonomia do Banco Central brasileiro, o Bacen vem tendo o grau de autonomia ampliado ao longo da história. O regime de metas de inflação já tinha concedido a autonomia instrumental, a Lei Complementar 179/2021 conferiu maior autonomia política, concedendo maior respaldo para presidente e diretores da instituição monetária e os protegendo de influências políticas tão diretas. Como mencionado anteriormente, não se deve afirmar que este aumento da autonomia é totalmente benéfico ou prejudicial para conjuntura econômica do país, todavia é um fato que houve uma modificação regulamentada por lei na autoridade monetária brasileira e os resultados estão sendo já observados.

## REFERÊNCIAS

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

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

Banco Central do Brasil. Institucional, disponível em <<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/institucional>>, acesso em 30/06/2023

BARROS, Geraldo Sant'Ana de Camargo. Políticas, Políticos e o Agronegócio do Brasil (20--), disponível em: <<https://www.cepea.esalq.usp.br/br/politicas-macroeconomicas.aspx#:~:text=Pol%C3%ADticas%20macroecon%C3%B4micas%20s%C3%A3o%20aquelas%20que,infla%C3%A7%C3%A3o%2C%20ao%20balan%C3%A7o%20de%20pagamentos>>, acesso em: 31.07.2023

BORGES, Yasmin Fuentes de Freitas, *Independência do Banco Central: teoria e prática*, Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração Pública, Fundação Getúlio Vargas. Disponível em:< <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/3397/000326071.pdf?sequence> >. Acesso em: 05 abr. 2023.

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

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Independência do Banco Central e a Disciplina Monetária: observações céticas. *Revista de Economia Política*, Rio de Janeiro, v.15, n. 4, p.134-141, out. 1995.

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

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

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

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

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

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

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

LEI COMPLEMENTAR Nº 179, DE 24 DE FEVEREIRO DE 2021, disponível em < <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-complementar-n-179-de-24-de-fevereiro-de-2021-305277273>>, acesso em 02 abr. 2023.



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

MATTA, Leandro Amaral. Em Busca da Autonomia Operacional do Banco Central do Brasil como Instrumento de Estabilização da Moeda. Rio de Janeiro, 2003. 111 f.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. Independência do Banco Central e coordenação de políticas: vantagens e desvantagens de duas estruturas para estabilização. Revista de Economia Política, Rio de Janeiro, v23, n.1, p.109-120, mar. 2003. Disponível em: <<https://www.scielo.br/j/rep/a/8jpK37RsRtsgHMcwckTKbvS/?lang=pt>> Acesso em 01 abr. 2023.

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

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

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

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

REIS, Tiago. Política Monetária: o que é e como ela impacta a economia? (2017). Disponível em: <<https://www.suno.com.br/artigos/politica-monetaria/>>, acesso em: 31.07.2023

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

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

VARGAS, J.; BRAZIL, H. L. S. A questão da independência do Banco Central: uma análise do caso brasileiro. Revista Economia Ensaios, Uberlândia, Minas Gerais, Brasil, v. 32, n. 1, 2018. DOI: 10.14393/REE-v32n1a2017-8. Disponível em: <https://seer.ufu.br/index.php/revistaeconomiaensaios/article/view/34816>. Acesso em: 18 fev. 2023.