

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL

Alessandra Cardoso de Oliveira Azevedo  
Matrícula: 9514730

Orientador: Gustavo H.B.Franco

**Novembro 1999**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

## A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL

Alessandra Cardoso de Oliveira Azevedo

Matrícula: 9514730

Orientador: Gustavo H.B.Franco

**Novembro 1999**

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa , exceto quando autorizado pelo professor tutor”.





“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

“Precisa haver tanto arte quanto ciência nas atividades de bancos centrais”- Alan Blinder

## **ÍNDICE**

<b>Introdução</b>	<b>6</b>
<b>Capítulo I</b>	
<b>O Papel do Banco Central e a Administração da Política Monetária</b>	<b>8</b>
<b>Capítulo II</b>	
<b>A Independência do Banco Central</b>	
II.1 Aspectos Gerais	12
II.2 Inflação e Crescimento Econômico: Considerações Teóricas	17
III.3 Os Argumentos Contrários	22
<b>Capítulo III</b>	
<b>A Independência do Banco Central e os Mercados</b>	<b>26</b>
<b>Capítulo IV</b>	
<b>Os Argumentos Empíricos</b>	
IV.1 Inflação	28
IV.2 Crescimento Econômico	31
IV.3 Outras Variáveis	33
<b>Capítulo V</b>	
<b>O Caso Brasileiro</b>	<b>35</b>
<b>Conclusão e Considerações Finais</b>	<b>44</b>

**Índice de Tabelas:**

Tabela 1	46
Tabela 2 e 3	47
<b>Bibliografia</b>	<b>48</b>

**INTRODUÇÃO**

Normalmente, quando se fala em bancos centrais, seja em qualquer época e em qualquer país, o assunto quase sempre é envolvido por uma certa mística da qual, talvez, nem os mais experientes economistas consigam escapar.

O fato de ser o detentor do monopólio de emissão de moeda, transforma o banco central numa autoridade que engloba um conjunto de funções e objetivos que

acabam criando uma aura de poder e responsabilidade, em muitos casos, não experimentada por nenhuma outra entidade governamental.

Sendo assim, torna-se perfeitamente compreensível que se discuta a forma mais eficiente de gestão da autoridade monetária, representada pelos bancos centrais.

Mais explorada talvez, no meio acadêmico do que na mídia, a questão da independência do banco central tem enriquecido diversas discussões sobre a dificuldade de conciliação dos interesses políticos, em geral de curto prazo, e dos objetivos econômicos, em sua maioria, de longo prazo. Nunca esquecendo, de que o objeto em jogo não representa apenas a satisfação pessoal de um dirigente do banco central supostamente bem sucedido em sua tarefa de buscar a estabilidade de preços ou coisa parecida, e sim, o presente e o futuro de nações inteiras, que caminham de acordo com a maré dos “devaneios públicos” (sejam eles de ordem política ou econômica).

Portanto, deve-se assegurar que a administração da política monetária com todos os seus complicadores, esteja não apenas em boas mãos, mas em mãos livres (tanto

dos horizontes curtos dos mercados quanto da obsessão eleitoreira dos políticos). Dentro desse contexto, torna-se importante a discussão acerca de um grau cada vez maior de independência para os bancos centrais, como uma possibilidade de tornar a política monetária mais eficiente.

Tendo como base tais argumentos, nos dois primeiros capítulos, discutiremos os principais pontos sobre a questão da independência do banco central, analisando o contexto de tomada de decisão em que se encontram.

No terceiro capítulo, examinaremos, brevemente, como a independência do banco central se coloca frente aos mercados financeiros.

Nos dois últimos capítulos, exibiremos algumas análises empíricas sobre o caso e suas respectivas conclusões, e por fim, comentaremos o caso brasileiro.

## **CAPÍTULO I - O PAPEL DO BANCO CENTRAL E A ADMINISTRAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA**

Dentre as diversas funções que podem ser desempenhadas pelos bancos centrais, a formulação da política monetária, talvez seja a mais complexa, e por isso, também a mais discutida tanto no meio acadêmico, quanto pela imprensa em geral.

Uma das possíveis razões para que isso aconteça, talvez seja um certo fascínio exercido, exatamente pelo fato, de que elaborar a política monetária de um país e, principalmente, implementá-la com sucesso, consiste num dos maiores desafios de um *policy-maker*. Desafios estes, que sempre irão pairar como nuvens negras, sobre as cabeças de todos que estejam envolvidos no processo de decisão sobre qual é a melhor política a ser

adotada, dados os, sempre perturbadores, *trade-offs*. E é nesse contexto que se inicia a discussão sobre as metas e os instrumentos a serem trabalhados por um banco central.

A formulação da política monetária, baseia-se, a grosso modo, na determinação de certos objetivos ( como inflação baixa, estabilidade da produção e, talvez, equilíbrio externo) e de que instrumentos serão empregados no cumprimento desses objetivos (como reservas bancárias ou taxas de juros de curto prazo). E por uma armadilha das leis econômicas, muitos desses objetivos são, na maioria das vezes, conflitantes, cabendo ao banco central atingir um equilíbrio entre eles.

Normalmente, o processo ocorre da seguinte forma: existe uma economia, e deve-se aceitá-la como ela é. Existem, também, os objetivos múltiplos, os quais são designados aos dirigentes dos bancos centrais por eles mesmos ou pela legislação. A partir daí, surgem vários elementos complicadores, como:

- (i) a incerteza do modelo econométrico usado para a tomada de decisão, principalmente no que diz respeito aos multiplicadores políticos.
- (ii) o problema das defasagens. Qualquer modelo macroeconômico razoável, terá uma complexa estrutura de defasagem, que cria dificuldades significativas para os *policy-makers*.

(iii) devido ao problema das defasagens, o modelo usado requer previsões dos caminhos futuros das variáveis exógenas. Previsões estas, que são difíceis de gerar ou particularmente imprecisas.

(iv) a escolha de instrumentos. A estrutura do modelo presume que algumas variáveis são endógenas e outras são instrumentos de políticas. Na maioria das vezes, contudo, o banco central tem alguma flexibilidade para escolher seu(s) instrumento(s). Por exemplo, a taxa de juros de curto prazo pode ser o instrumento político e as reservas bancárias a variável endógena.

(v) quem define a função objetiva? Em geral, as autoridades políticas raramente dão instruções tão explícitas a seus bancos centrais. Portanto, os dirigentes são levados a criar sua própria função de bem-estar social baseados no poder legal que possuem, nos seus próprios julgamentos e, talvez, na sua interpretação da vontade política.

Mesmos com os problemas verificados nos modelos macro, usados como exemplo de formulação de política, provavelmente nenhum banco central utiliza apenas um modelo econométrico de sua economia. Mas algum tipo de modelo é, normalmente necessário para poder estimar os efeitos de eventuais mudanças nos instrumentos de política.

Nunca esquecendo o fato de que, por motivos práticos, todo modelo simplifica ao extremo. Entretanto, não será de uma hora para outra que poderemos deixar de ser escravos dessas representações da realidade, por mais simplificadas que possam parecer. E é exatamente por isso, que os dirigentes de bancos centrais não podem ignorar as estimativas econométricas.

Tomar uma decisão sobre que política monetária irá iluminar os rumos futuros da economia, é um processo que envolve problemas além de modelos econométricos. Afinal, os bancos centrais têm previsões sobre o que vai acontecer mediante esta ou aquela atitude escolhida, mas está longe de possuir uma bola de cristal sobre qual será realmente o efeito final. Talvez, por isso, freqüentemente, as decisões tomadas em relação a qualquer política (e não apenas a monetária) sejam tomadas da forma “um passo de cada vez”. Justamente, porque o grande risco é escolher um caminho sem volta, ou melhor, tomar uma decisão que elimine alternativas futuras.

Dado que as surpresas, em geral, são a regra e não a exceção, muitas vezes, os bancos centrais são vítimas de críticas acerca de erros no *timing* das mudanças em políticas, em parte, devido ao problema de defasagens longas e variáveis comuns a política monetária. Assim, nos últimos anos, vem surgindo, entre os dirigentes de bancos centrais, a idéia de adotar uma estratégia de política monetária preventiva. Entretanto, isso pode ser o velho caso de “feitiço que vira contra o feiticeiro”, na medida em que, se a autoridade monetária decide fazer uma política contracionista, para evitar que a inflação suba, críticos do banco central questionarão entusiasticamente, por que o banco resolveu fazer uma contração, quando ninguém sequer estava vendo a ameaça inflacionária por perto.

Diante de tantas incertezas que envolvem a política monetária, torna-se necessário o estabelecimento de uma alavanca para as políticas. Na realidade, a escolha do instrumento inclui algumas opções como: as várias definições de oferta monetária (  $M$  ), as taxas de juros, as reservas bancárias e a taxa de câmbio. Frente

a tais possibilidades, o grau de independência do banco central vai determinar a liberdade de escolha do instrumento a ser adotado para atingir determinado objetivo (seja este estabelecido pelas autoridades políticas ou não).

Este panorama geral, sobre como as decisões sobre política monetária são tomadas, nos dá uma ligeira idéia acerca da responsabilidade assumida por um banco central ao estabelecer, por exemplo, um patamar de taxas de juros, ou metas de inflação a serem seguidas. Decisões, que, a princípio podem parecer puramente técnicas, mas que, na prática, vão muito além disso.

E é sobre este pano de fundo que iniciamos a discussão sobre a independência do banco central e as principais variáveis envolvidas.

## **CAPÍTULO II - A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL**

### **II.1- Aspectos Gerais**

Atualmente, pode-se dizer, que os bancos centrais de todo o mundo, estão vivendo seu período de maior poder. Talvez, por isso, nos últimos anos, a discussão sobre a independência da instituição tenha despertado, cada vez mais, o interesse de acadêmicos e formuladores de política monetária.

Às vésperas do próximo milênio, quase todos os bancos centrais ganharam liberdade para cumprir sua missão de manter a estabilidade de preços.

De acordo com Alex Cukierman (1995), a tendência para a maior independência, tem origem em vários fatores. Primeiro, o colapso das instituições planejadas para garantir a estabilidade de preços (por exemplo, o sistema de Bretton Woods e o Sistema Monetário Europeu (SME), levaram os países a buscar alternativas. Segundo, a autonomia relativa do Bundesbank é, freqüentemente, vista como uma evidência de que a independência do banco central pode funcionar como um plano efetivo para garantir a estabilidade de preços. Terceiro, o Tratado da União Européia (Tratado de Maastricht) requer um banco central independente como uma pré-condição para um país se tornar membro da União Econômica e Monetária (EMU). A estabilidade de preços será o maior objetivo do futuro Sistema Europeu de Bancos Centrais (ESCB), que consistirá do Banco Central Europeu (ECB) e dos bancos centrais nacionais de todos os estados membros da União Européia (EU). Quarto, depois de períodos recentes de estabilização bem sucedida, *policy makers* em vários países da América Latina estão procurando por organizações institucionais que possam reduzir os sinais de um possível retorno de altas taxas de inflação. O Brasil seria um exemplo atual bastante aplicável a esse caso. Quinto e último, a criação de bancos centrais independentes em vários países anteriormente socialistas, é parte de uma tentativa geral desses países de criar uma estrutura institucional necessária para o funcionamento comum de uma economia de mercado. Tudo, aliado ao fato de que, literatura recente sobre o assunto, tem sugerido a existência de uma relação negativa entre inflação e independência do banco central.

Mas, na verdade, o que realmente significa ter um banco central independente?

Formalmente, a independência do banco central refere-se a três áreas onde a influência do governo deve ser excluída ou drasticamente diminuída. Portanto deve haver:

( i ) independência em relação a equipe do banco central. Isso diz respeito à influência do governo em indicar nomes para o *board* do banco. Mesmo sendo o banco central uma instituição pública importante, o nível dessa influência deve seguir alguns critérios.

( ii ) independência financeira. Refere-se a habilidade dada ao governo de financiar os gastos do governo direta ou indiretamente através de créditos do banco central. Acesso direto a esses créditos, implica que a política monetária é subordinada à política fiscal. No caso de acesso indireto, o banco central serve de caixa ao governo ou se torna responsável pela administração da sua dívida.

( iii ) independência política. Primeiramente, é importante distinguirmos entre independência em relação às metas e independência em relação aos instrumentos. Quando um banco central é independente em relação às metas, ele é livre para traçar os objetivos finais de política monetária. Já quando é independente em relação aos instrumentos, significa que ele é livre para escolher as maneiras pelas quais vai atingir suas metas, e que não necessita da aprovação do governo para isso. Em geral, quando consideramos a independência de um banco central, significa que ele teria uma margem considerável para decidir como atingir seus objetivos, mas não sendo necessário que ele selecione esses objetivos sozinho. As autoridades políticas encontrariam espaço na condução da política monetária, na medida em que lhes

seria permitido a escolha dos objetivos. Então, o banco central seria instruído a tentar atingi-los.

Por exemplo, o Bundesbank é orientado pela lei, a “salvaguardar a moeda”. Tal objetivo é consideravelmente impreciso, dando margem de interpretação suficiente ao banco central sobre como buscar meios para alcançá-lo. É claro que existem casos como o do Reserve Bank da Nova Zelândia, onde o objetivo é uma meta numérica da inflação. Entretanto, isso não muda o fato de que fica a cargo do banco central, escolher o melhor caminho em termos de política monetária, para cumprir as metas estabelecidas.

Outra consideração importante é sobre uma outra marca registrada da independência: a quase irreversibilidade das decisões tomadas pelo banco central. No sistema de governo americano, por exemplo, nem o presidente, nem a Suprema Corte podem anular as decisões do Federal Open Market Committee (FOMC). O Congresso pode, mas apenas aprovando uma lei que o presidente assine (ou anulando seu poder de veto). Isso torna as decisões do FOMC, na prática, imunes à revogação, o que dá ao Fed um poder real, e estabelece, até mesmo uma maior relação de credibilidade no sistema. Caso contrário, estaríamos tratando de uma pseudo independência, já que as decisões do banco central apenas seriam acatadas quando não desagradassem alguém mais poderoso.

Entretanto, a independência do banco central não se refere apenas aos direitos de autonomia que a instituição adquire. Alguns deveres também merecem a devida atenção.

Primeiramente, devemos lembrar que medidas de política monetária tem profundos efeitos sobre as vidas de pessoas comuns. Baseadas nessa idéia, surgem discussões exigindo um grau maior de transparência sobre as decisões tomadas pelos bancos centrais. Uma abertura maior não é um tema que poderíamos chamar de “popular” nos círculos de bancos centrais, onde muitas vezes, o mistério é considerado essencial para uma política monetária eficiente. Porém, alguns consideram que, em uma sociedade democrática, se o banco central conquista a liberdade de agir, torna-se uma obrigação que ele se explique perante a população (uma prestação de contas). Portanto, a atitude de assumir a responsabilidade sobre suas ações, andaria paralelamente à independência. E por um lado, a maior abertura e responsabilização (*accountability*) poderiam até se transformar em aliados na condução da política macroeconômica. Um banco central mais aberto, condicionaria naturalmente as expectativas, ao fornecer sua opinião aos mercados. Ao tornar-se mais previsível para os mercados, o banco central torna as reações do mercado à política monetária mais previsíveis para si mesmo. Caberia, é claro, a cada banco, estabelecer estrategicamente de que forma, e quando, divulgar essa opinião. Um exemplo é o Reserve Bank da Austrália. Ao mudar as taxas de juros de curto prazo, o presidente faz uma longa declaração explicando em detalhes o raciocínio por trás da decisão e o que o banco pretende conseguir com a mudança.

Quanto à responsabilização no sentido de prestação de contas, o Federal Reserve pode ser considerado mais aberto que a maioria. Desde o início de 1994, o FOMC anuncia suas decisões de política monetária imediatamente, abandonando uma tradição antiga de deixar o mercado adivinhar o que estaria fazendo. Objeto de

certa polêmica no início, atualmente, a política de divulgação imediata do Fed é elogiada universalmente.

Na verdade, a obtenção de maior transparência numa instituição pública é sempre desejável, mas nem sempre possível. No caso de uma autoridade como um banco central, pode-se considerar fundamental, uma vez que se torna um combustível da credibilidade. E como sabemos, ou deveríamos saber, a credibilidade de uma autoridade monetária é o alimento básico de toda economia que deseje chegar num ponto eficiente, seja com um banco central independente ou não. Sendo que no primeiro caso, a exigência é maior, pois na visão da sociedade, todas as decisões estão nas mãos de indivíduos escolhidos indiretamente pela população. Aquele no qual os eleitores depositaram plena confiança (ou quase) ao entregar seu voto, estão como eles, de longe, assistindo as taxas de juros mudarem, os compulsórios aumentarem, diminuírem, etc. Assim, torna-se mais importante que a autoridade monetária explique o que pretende, e porque está tomando esta ou aquela decisão.

## **II.2 – Inflação e Crescimento Econômico : Considerações Teóricas**

Observando-se o grau de independência de bancos centrais e o desempenho econômico de alguns países em relação a níveis de inflação e crescimento, acredita-se que haja algum tipo de relação entre tais variáveis.

O primeiro argumento que sustenta essa teoria, baseia-se em razões essencialmente pertencentes ao universo político. Um dos principais diferenciais

entre políticos e autoridades monetárias gira em torno do tamanho de seus horizontes. Políticos, pela natureza de seus objetivos (reconhecimento público, reeleições, etc) possuem horizontes de curto prazo. Por isso, há uma tendência de busca de ganhos imediatos em detrimento de perdas para as gerações futuras (leia-se, por exemplo, inflacionar demais, gastar demais, etc). Já o horizonte da política monetária, é, por sua própria natureza, de longo prazo, devido aos efeitos de defasagem. Às vezes, uma decisão tomada no presente, só terá seus efeitos sentidos pela sociedade depois de um bom tempo, e, normalmente requer alguns sacrifícios (a velha relação custo-benefício). O problema é que, do ponto de vista de dividendos políticos, isso nem sempre é interessante. Um caso típico, é quando ocorre uma mudança de governo. Se o banco central está sob uma orientação independente, ele é capaz de dar continuidade a política monetária e as metas que ela envolve, pois estará sob menor influência política. Caso contrário, as recém chegadas autoridades políticas, poderão mudar totalmente os rumos que a economia estava seguindo, a seu bel-prazer, estejam eles sendo bem sucedidos ou não. Vai depender unicamente do tipo de ideologia e princípios econômicos seguidos pelo novo governo. Portanto, um banco central independente, significa, também, a existência de liberdade para fazer coisas politicamente impopulares.

Um segundo argumento, foi, primeiramente lançado por Sargent e Wallace (1981), fazendo uma distinção entre as autoridades fiscais e as autoridades monetárias, quando se trata de financiar os déficits do governo. Se a autoridade monetária não tem poder para influenciar o tamanho do déficit fiscal, a oferta monetária se torna endógena, e devido à restrição orçamentária do governo, cairemos naquele velho caso: a autoridade monetária será obrigada a financiar o

déficit através de emissão de moeda. Entretanto, se a política monetária for dominante, as autoridades fiscais é que terão o compromisso de reduzir o déficit. Assim, quanto mais independente for um banco central, menor vai ser o risco de financiamento dos déficits fiscais através de criação de moeda, o que reduz também o risco de um processo inflacionário, muitas vezes, sem volta.

Um terceiro argumento, diz respeito ao problema da inconsistência temporal. Ela acontece quando, por melhor que seja o plano adotado no presente, visando o futuro, ao chegarmos nesse período futuro, o plano já não é tão eficiente assim. Existem vários modelos baseados nessa inconsistência dinâmica. Nesses modelos, o governo e o público são levados para uma situação do tipo dilema dos prisioneiros. Os modelos diferem em suas suposições em relação aos incentivos do governo.

Entretanto, o grau de independência do banco central apenas terá uma função significativa, se o banco colocar uma ênfase diferente do governo, nos objetivos alternativos de política. Encontramos na literatura duas diferenças principais. A primeira, é que, por várias razões, os bancos centrais são mais conservadores e tem uma visão mais longa do processo de política, como discutido anteriormente. A outra diferença, envolve os pesos subjetivos adotados na função objetiva do banco central e do governo. Normalmente, assume-se que os dirigentes dos bancos centrais estão mais preocupados com a inflação do que com metas políticas, como altas taxas de emprego e receitas tributárias adequadas. Também existem alguns modelos que se dedicaram a discutir o assunto. Em geral, as várias análises sugerem que a independência do banco central tende a reduzir a “manipulação pré- eleitoral” da política monetária. Se isso realmente se verificar, então, a independência do

banco central deve resultar em um crescimento mais estável da moeda e portanto, numa menor variabilidade da inflação.

Outro argumento que associa a independência do banco central à menor variabilidade da inflação, diz respeito, mais uma vez a alguns fatores pertencentes ao campo da política. Anteriormente, havíamos discutido a influência dos interesses políticos de curto-prazo, na condução da política monetária, e o quanto a independência do banco central poderia servir para evitar isso. Mas não mencionamos como a orientação política de um governo (esquerda ou direita), pode também exercer um papel decisivo.

Algumas evidências indicam que o padrão de desemprego e inflação é sistematicamente relacionado à orientação política dos governos. Enquanto governos de direita dão prioridade a baixa taxas de inflação, supõe-se que governos de esquerda, estão mais preocupados com o desemprego, por exemplo. Alesina (1988) relata que a taxa de desemprego nos EUA, é geralmente maior e a taxa de inflação, menor, sob administrações Republicanas do que sob administrações Democratas. Observações de casos na prática, fornecem base para admitirmos que consequências redistributivas da inflação são um incentivo para que a Esquerda aprove políticas expansionistas, e para que a Direita lute contra a inflação. Isso implica que a variabilidade da inflação será maior, se o governo mudar regularmente, principalmente, se o comando da política monetária estiver nas mãos dos políticos eleitos. Entretanto, um banco central relativamente independente, não irá mudar suas políticas e seus objetivos, caso um novo governo seja eleito. Portanto, a autonomia do banco central tende a reduzir a variabilidade da inflação.

Algumas evidências empíricas mostram a existência de uma correlação negativa entre a independência do banco central e a inflação. Exploraremos mais detalhadamente esses estudos em capítulos posteriores.

Em relação ao efeito da independência do banco central no nível de crescimento econômico, duas visões opostas podem ser encontradas. Alguns autores discutem que as taxas de juros reais, dependem do crescimento da moeda. Baixos níveis de inflação, causados por uma política monetária restritiva, resultarão em altas taxas de juros reais, o que provocará efeitos prejudiciais no nível de investimento, e portanto, no crescimento econômico. Parece haver alguma evidência que apóia a primeira parte do argumento: a existência de países com baixos níveis de inflação, que possuem altas taxas de juros reais *ex post*.

Outros argumentos, entretanto, sugerem que a independência do banco central pode promover o crescimento econômico. Como dito anteriormente, um banco central independente será menos suscetível às pressões políticas e provavelmente, deverá se comportar de maneira mais previsível. Isso deverá aumentar a estabilidade econômica e reduzir o prêmio de risco das taxas de juros, estimulando, assim, o crescimento econômico. Somado a isso, a independência do banco central deverá moderar a inflação.

“Se a independência do banco central reduz a variabilidade da inflação e promove menos incertezas, a economia poderá prosperar”(“The Political Economy of Central-Bank Independence” – pg.14). Estudos empíricos sobre as ligações entre variabilidade da inflação, incertezas sobre a inflação e crescimento econômico, fornecem conclusões variadas sobre esse ponto de vista.

Várias posições teóricas tem sido construídas, envolvendo o impacto da independência do banco central na variabilidade do crescimento econômico. Uma delas estabelece que se um banco central resolve combater a inflação via aumento de taxas de juros, é provável que provoque uma recessão. De acordo com essa visão, a taxa de inflação só teria chegado a níveis preocupantes, porque as autoridades monetárias teriam sido mais “relaxadas” nos períodos anteriores. Um banco central independente buscando manter a estabilidade de preços, não deixaria a inflação fugir do controle tão facilmente, e portanto, não seria obrigado a seguir uma política do tipo *stop-and-go*. Consequentemente, flutuações no produto seriam menores (Alesina e Summers,1993). Ao mesmo tempo, Rogoff (1985) e Eijffinger e Schaling (1993b) concluíram que quando o banco central dá prioridade a estabilidade de preços, a variabilidade dos resultados será maior do que quando há uma busca também pela estabilização da economia. Ou seja, diante de vários estudos que, por sua vez, geraram diferentes conclusões, torna-se evidente que apenas pesquisas empíricas podem decidir qual visão corresponde mais proximamente aos dados. Retomaremos este assunto posteriormente.

### **II.3 – Os Argumentos Contrários**

Mesmo sendo cada vez mais discutida e reivindicada, a independência do banco central também possui seus críticos. Falaremos aqui, sobre os principais argumentos que questionam as desvantagens que podem envolver a autonomia da instituição.

Duas objeções vêm à tona, quando mencionamos a independência do banco central: a responsabilização democrática e o problema da coordenação política.

A primeira, diz respeito ao risco de seguir um padrão antidemocrático, ao delegar poder a tecnocratas não eleitos. Alguns autores argumentam que a política monetária seria exatamente como outros instrumentos de política econômica, como a política fiscal, e portanto, deveria ser determinada por representantes eleitos democraticamente. Ou seja, isso implicaria num envolvimento direto dos políticos com a política monetária, e conseqüentemente, nos levaria a todos os problemas decorrentes, já discutidos.

Esse tipo de crítica pode ser contornada, na medida que, os responsáveis pela legislação sob a qual os bancos centrais operam, são exatamente os políticos eleitos. Em outras palavras, no caso de existir um banco central independente, quem determina as “regras do jogo”(os objetivos da política monetária) são os legisladores, de acordo com o processo democrático vigente em cada país. Enquanto que, o “jogo”(a política monetária) é deixado a cargo do banco central. Já que o Parlamento ou o Congresso podem alterar a legislação, em última instância, o banco central permanece sob o controle do corpo legislativo.

Além disso, em geral, as pessoas que fazem parte do topo do banco central são politicamente nomeadas. Sendo assim, um presidente do banco ao tomar posse, teoricamente não foi eleito para nada, mas quem o nomeou foi escolhido por processos puramente democráticos. Até mesmo em países onde o banco central não possui autonomia, o processo de escolha do *board* se dá desta forma, como no Brasil, por exemplo. Assim, pode-se dizer que os dirigentes nomeados para o banco

obtem legitimidade política. Portanto, é perfeitamente possível manter uma coerência entre a independência do banco central e a teoria democrática.

A segunda objeção, diz respeito à coordenação de políticas. O argumento se baseia nos possíveis conflitos decorrentes do fato do governo controlar a política fiscal, enquanto o banco central controla a política monetária. Ao escolherem as metas econômicas prioritárias, o governo e o banco central podem cooperar ou não na implementação dessas políticas.

Andersen e Schneider (1996) compararam os resultados da economia sob cooperação e sob não-cooperação. Concluíram que “dois *policy makers* independentes não garantem automaticamente um resultado que seja preferível a outros sob soluções institucionais diferentes”. Entretanto, há vários comentários que questionam a ausência de algumas considerações nos modelos usados. Por exemplo, o fato de não ter sido levado em conta, a existência de um terceiro “jogador”, como o público em geral, entre outros. E é indiscutível, o fato de que o banco central deve servir à vontade pública. A percepção que o público tem da credibilidade das políticas anunciadas, possui o poder de afetar os resultados macroeconômicos. Mas, acredita-se também, que as diferenças nas definições de independência podem explicar, em parte, os resultados divergentes dos modelos teóricos e dos estudos empíricos.

Muitos dos que vão contra a independência do banco central, apoiam-se no argumento de que isso poderia levar a uma menor preocupação com o lado social da economia. O estudo de DeBelle (1993) menciona isso. Ele mostra que, além de afetar a independência do banco central, os objetivos das autoridades fiscais

também afetam a taxa de inflação. Nesse modelo, como em outros, a independência do banco central é definida como o peso que o banco atribui à inflação relativamente ao produto. A autonomia do banco central poderá reduzir a inflação, mas poderá também levar a um bem-estar social menor, dependendo da função-perda da sociedade. Ou seja, o grau ótimo de conservadorismo do banco central vai depender da aversão da sociedade em relação a flutuações da inflação e do produto.

Recentemente, Andrew Smithers escreveu um artigo para o “Financial Times” falando sobre os “desatinos dos bancos centrais”. Segundo ele, as políticas dos principais países parecem ser incompatíveis e os mercados estariam ficando assustados com isso. Uma diferença de políticas dita marcante, poderia ser encontrada entre o Federal Reserve e o Banco da Inglaterra, duas instituições com alto grau de independência. Na Inglaterra, a grande preocupação é com os preços dos imóveis residenciais, enquanto nos Estados Unidos são os preços das ações. Sendo assim, o Banco Central inglês ao observar sinais preocupantes de superaquecimento da economia, elevou as taxas de juros. Por sua vez, Alan Greenspan tem dito que não irá elevar as taxas de juros somente porque as ações estão nas alturas.

Smithers defende que é muito mais provável que as diferentes políticas monetárias estejam refletindo as diferentes atitudes dos seus condutores, do que as diferentes circunstâncias de suas respectivas economias. E até faz uma observação bastante curiosa: “fazendo um julgamento a partir do receituário acadêmico, poderíamos ter políticas totalmente diferentes sendo adotadas nos diferentes países, se trocássemos os presidentes de seus bancos centrais”.

Em geral, os bancos centrais são alvos constantes de críticas tanto do lado da sociedade quanto das autoridades políticas e, muitas vezes, do próprio meio acadêmico. Por serem instituições que estão constantemente expostas, sofrem da impossibilidade de agradar a “gregos e troianos” , independentemente de desfrutarem da autonomia ou não.

### **CAPÍTULO III – A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL E OS MERCADOS**

Quando falamos em independência do banco central, a primeira idéia que se tem em mente é a de independência em relação às autoridades políticas do governo.

Mas pouco se discute sobre a independência em relação à essa entidade misteriosa chamada mercado.

Talvez, não possamos pensar da mesma forma sobre a independência do banco central em relação ao mercado financeiro e em relação ao governo. Mesmo porque, os mercados funcionam como uma espécie de laboratório do banco central, onde as decisões são “testadas”. O único problema, é que se esse “laboratório” explodir, não

haverá um substituto, e as conseqüências serão muito maiores do que “apenas mais uma experiência que não deu certo”. Ou seja, a política monetária funciona através dos mercados, transformando a independência do banco central em relação à eles, num fato inatingível.

Entretanto, o que os dirigentes de bancos centrais devem evitar, é a constante tentação de “seguir os mercados”. Por exemplo, produzir a seqüência de taxas de juros que os mercados embutiram nos preços dos ativos.

Ao mesmo tempo que seguir os mercados pode ser uma boa maneira de evitar surpresas financeiras desfavoráveis, pode também, se tornar fonte de uma política monetária fraca e subordinada ao comportamento volátil. A famosa frase de Alan Greenspan sobre a “exuberância irracional” dos mercados, reflete alguns dos problemas característicos, como o “comportamento de manada” dos investidores, e a formação de bolhas especulativas. Os dirigentes de bancos centrais precisam manter sempre em foco o comportamento dos fundamentos econômicos, filtrando qualquer sinalização que possa parecer fruto das reações exageradas provenientes dos mercados financeiros.

Talvez, a única semelhança possível entre os políticos eleitos e os *traders*, seja o horizonte de visão dos dois. Ambos tendem a uma visão de curto prazo, cada um por motivos próprios. Assim, se o banco central se esforçar demais para agradar os mercados, corre o risco de adotar de alguma forma, horizontes extremamente curtos, como seus próprios.

Sem negar a importância dos mercados financeiros como fontes de informações indispensáveis, inclusive sobre a política monetária futura esperada, chamamos a

atenção para o perigo de elaborar exclusivamente, a política que os mercados esperam.

Segundo Alan Blinder, “esse perigo é maior hoje do que nunca, acredito, porque atualmente a opinião que prevalece sobre mercados financeiros entre dirigentes de bancos centrais é de profundo respeito. Os mercados amplos, profundos, fluidos, são vistos como repositórios de enorme poder e sabedoria. Na minha opinião pessoal, o poder está fora de discussão, mas a sabedoria é um tanto quanto discutível.” ( “Bancos Centrais: Teoria e Prática”- pg. 79)

## **CAPÍTULO IV – OS ARGUMENTOS EMPÍRICOS**

Examinaremos agora, as evidências empíricas sobre as ligações entre a independência do banco central e algumas variáveis econômicas.

A maioria dos estudos é restrita aos países industrializados.

### **IV.1 – Inflação**

A maior parte dos estudos apóia a existência de uma relação negativa entre a independência do banco central e o nível de inflação. Entretanto, devemos notar que

uma correlação negativa não implica necessariamente em causalidade. A correlação entre as variáveis pode, talvez, ser explicada por um terceiro fator, como a cultura e tradição de estabilidade monetária em um país. Um exemplo é o caso da Alemanha, onde os traumas gerados pela hiperinflação da década de 1920 levaram a essa cultura de estabilidade. Da mesma maneira, pode haver uma causalidade de “mão-dupla” entre inflação e independência do banco central. É provável que um menor grau de independência contribua para uma inflação maior. Mas, níveis mais altos de inflação podem afetar, também, a independência, levando-a para um grau maior ou menor. Por um lado, inflação alta leva a uma pressão política para que ela seja combatida; por outro lado, encoraja processos que tornam fácil para o governo influenciar a política monetária, assim, reduzindo a atual independência do banco central. A maior parte dos estudos não fala sobre essa causalidade. Cukierman (1992) e Cukierman, Webb, e Neyapti (1992) concluem que um baixo grau de independência contribui para uma inflação elevada, enquanto De Haan, e Van't Hag (1995) concluem que altos níveis de inflação no passado, levam a maior independência do banco central.

Embora vários estudos empíricos examinem a relação entre inflação e independência do banco central, apenas dois tentam diferenciar os vários aspectos sobre a autonomia da instituição. Debelle e Fisher (1995) fizeram uma decomposição da medida de independência usada por Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991) em: independência em relação a metas, em relação à equipe e instrumentos usados pelo banco central. Concluíram que a falta de independência em relação a metas e instrumentos é mais proximamente “amarrada” à performance da inflação do que a independência em relação a equipe. Da mesma forma, De Haan

(1995b) concluiu que apenas a independência de instrumentos importa para o comportamento da inflação.

Entretanto, outros estudos seguiram uma abordagem diferente. Capie, Mills e Wood (1994) investigaram a relação entre o nível de inflação e a independência do banco central em mais de doze países: Áustria, Bélgica, Brasil, Canadá, Inglaterra, França, Alemanha Ocidental, Índia, Itália, Japão, Nova Zelândia, Espanha, Suécia e EUA. Baseado no grau de influência política, começando entre 1871 e 1916, e terminando em 1987, os bancos centrais foram classificados como “independente”, “dependente” ou “não-classificado”. Os países com bancos centrais independentes estiveram constantemente no grupo de países com baixa inflação. Algumas vezes, esse grupo também incluiu países com bancos centrais dependentes. Sendo assim, Capie, Mills e Wood concluíram que a independência é uma condição suficiente, mas não necessária para se obter baixos índices de inflação.

A principal constatação resultante dos estudos empíricos é a existência de uma relação inversa entre a independência do banco central e os níveis de inflação tanto nos países industrializados, como nos países em desenvolvimento. Entretanto, as medidas de independência usadas diferem entre os dois grupos de países. Embora a independência legal seja uma boa *proxy* para a autonomia nos países industrializados, para os outros, a taxa de movimento no *board* do banco ou a sua vulnerabilidade política seriam mais adequadas<sup>1</sup>.

Quanto a variabilidade da inflação, valem a pena algumas considerações.

---

<sup>1</sup> “The Political Economy of Central Bank Independence”

A variabilidade da inflação é positivamente relacionada com o nível de inflação. Consequentemente, baseando-se nas conclusões mencionadas acima, maior independência levaria à menor variabilidade da inflação.

Podemos também fazer uma análise de acordo com aspectos políticos. Considerações partidárias levarão à variabilidade da inflação se o governo mudar regularmente e se as autoridades monetárias forem dominadas por políticos eleitos. Por outro lado, um banco central relativamente independente não mudará a trajetória da política monetária após a eleição de um novo governo. Portanto, a independência do banco central pode reduzir a variabilidade da inflação durante longos períodos de tempo. Alesina (1988), concluiu que a inflação mostrou pequena variação em países com bancos centrais relativamente independentes, mesmo com os governos possuindo diferentes orientações políticas (Esquerda ou Direita). Entretanto, devemos ressaltar que esta conclusão depende fortemente dos países incluídos no estudo.

#### **IV.2 – Crescimento Econômico**

Esta análise apresenta algumas razões que explicam como a independência do banco central pode estimular o crescimento econômico no longo prazo.

Estudos empíricos realizados por Grimes (1991), Fisher (1993) e Barro (1995) sugerem que, inflação reduz crescimento econômico. Grandes variações na taxa de inflação podem implicar em aumentos da incerteza e levar a um menor crescimento. Contudo, essa relação não é comprovada pela maior parte dos estudos. Uma política

anti-inflacionária não é aparentemente associada com altos custos ou grandes benefícios em termos de crescimento econômico de longo prazo. Lembramos, no entanto, que estabilidade de preços é, geralmente, considerada uma condição essencial para o crescimento econômico sustentado. Portanto, a independência do banco central, conseqüentemente, deveria levar a um nível mais alto de crescimento. Deste ponto de vista, seria decepcionante a falta de uma relação realmente positiva entre a autonomia do banco e os níveis de crescimento.

No entanto, existem estudos que relatam essa relação positiva. De Long e Summers (1992) e Cukierman (1993) encontraram uma correlação positiva com o crescimento, nos países em desenvolvimento, caso a frequência das mudanças de presidente do banco central seja usada como *proxy* para a independência.

A próxima questão é se existe alguma relação com a variação do crescimento econômico. Alesina e Summers (1993) argumentaram que um banco central autônomo será menos inclinado a conduzir uma política do tipo “stop-and-go”, o que limitaria as flutuações do crescimento econômico.

Outro argumento é que a grande credibilidade associada a bancos centrais independentes, reduziria os custos de políticas elaboradas para combater a inflação. Entretanto, há visões que contrariam isso. Nesses casos, exatamente pela possibilidade que tem um banco central independente de reduzir a inflação mais rápido, os custos seriam mais altos.

Argumentos de DeBelle e Fisher sugerem que não existe um bônus de credibilidade nos mercados de trabalho para bancos centrais mais independentes: os

bancos têm que provar sua rigidez, sendo continuamente fortes. A credibilidade é construída através de uma conduta coerente com as metas assumidas.

Resultados similares foram relatados por Walsh (1995a) para vários países membros da União Européia. Países com altos graus de independência em seus bancos centrais também parecem enfrentar altos custos de redução da inflação. Walsh levantou uma questão interessante: isso pode ter ocorrido por ser mais custoso reduzir a inflação quando ela já se encontra em níveis considerados baixos. E independência do banco central é, em geral, associada a baixos níveis de inflação. De acordo com seus estudos, essa evidência sugere que a grande independência do banco central, requerida no Tratado de Maastricht pode levar a uma elevação nos custos associados à políticas de redução da inflação na União Monetária Européia.

### **IV.3 – Outras Variáveis**

De acordo com as análises anteriores, um maior grau de independência do banco central é associado a baixas taxas de inflação. Através do efeito Mundell-Tobin, isso resultaria em altas taxas de juros reais (*ex post*). Entretanto, existe outro argumento. De acordo com Mascaro e Meltzer, incertezas sobre a política monetária e sobre a inflação, medidas pela variabilidade da expansão monetária e da inflação, respectivamente, resultariam num prêmio de risco, demandado pelos investidores avessos a risco, que levaria a taxas de juros reais elevadas (*ex ante*). Um banco central mais independente, reduziria as incertezas sobre a inflação e, através do efeito Mascaro-Meltzer (1983) traria as taxas de juros reais para um patamar mais

reduzido (*ex post*). Esses efeitos opostos em relação a taxa de juros podem explicar porque o resultado líquido da autonomia do banco sobre o crescimento econômico revela-se insignificante.

Uma questão que é muito discutida quando se fala de bancos centrais independentes é em relação aos déficits orçamentários do governo. A expectativa inicial é de que, é mais fácil para o banco central resistir a pressões de acomodar os déficits via financiamento monetário, se a instituição for independente.

Parkin (1987) concluiu que a Alemanha e a Suíça, os dois países da amostra, com os bancos centrais mais independentes, aparentaram praticamente não possuir déficits governamentais no período considerado para análise.

Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991) também encontraram uma correlação negativa entre o déficit e o grau de independência entre 1950 e 1989, apesar de não significativa.

Portanto, uma conclusão prudente seria admitir que um banco central independente não pode impedir o governo de criar déficits orçamentários, mas pode ter alguma influência restritiva na política fiscal adotada.

## **CAPÍTULO V- O CASO BRASILEIRO**

Para alguns, discutir a independência do Banco Central do Brasil poderia soar um tanto utópico. Talvez, no curto prazo, realmente tenhamos que concordar com os mais céticos. Entretanto, se analisarmos um passado não tão distante na história do Sistema Financeiro Nacional, veremos uma série de transformações positivas nas regras sobre a condução da política monetária.

A começar pela própria criação do Banco Central em 31 de dezembro de 1964, com a promulgação da Lei 4.595, para ser o agente da sociedade brasileira na promoção da estabilidade do poder de compra da moeda brasileira, de acordo com objetivos pré-estabelecidos.

Anteriormente, as autoridades monetárias brasileiras eram a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), o Banco do Brasil e o Tesouro Nacional, que em

conjunto, exerciam funções típicas de um banco central, paralelamente ao desempenho de suas atribuições próprias.

Num processo que se estendeu até 1988, as funções de autoridade monetária foram sendo transferidas progressivamente do Banco do Brasil para o Banco Central, enquanto as atividades atípicas exercidas por esse último, como as relacionadas ao fomento e à administração da dívida pública federal, foram transferidas para o Tesouro Nacional.

Os anos anteriores a este processo de adaptação e construção do que seriam as funções efetivas do Banco Central, talvez tenham sido o período de maior relação de “dependência” do banco com as autoridades políticas.

Em alguns períodos da história econômica brasileira, verifica-se a situação que faz parte de um dos argumentos mais fortes em favor da independência do Banco Central: o conflito entre os incentivos políticos de curto prazo e a meta permanente da estabilidade monetária. Principalmente, quando falamos da influência dos ciclos eleitorais sobre a condução da política econômica, o que provocou o agravamento da inflação e da situação fiscal, problemas que se transformaram em verdadeiros pesadelos dos quais o país ainda tenta se livrar.

Entretanto, com o passar do tempo, e depois de alguns planos de estabilização fracassados, muita coisa parece ter mudado. Uma evidência disso foi a criação em 20 de junho de 1996 (já durante o Plano Real) do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (COPOM). Instituído com os objetivos de estabelecer as diretrizes da política monetária e definir a taxa de juros, pode ser considerado um sinal significativo de separação entre a autoridade monetária e o poder político. A

criação do Comitê busca proporcionar maior transparência e ritual adequado ao processo decisório, a exemplo do que já ocorria no *Federal Open Market Committee* (FOMC) do Banco Central dos Estados Unidos e pelo *Central Bank Council* do Banco Central alemão, duas instituições com um alto grau de independência. Apesar de ser apenas um comitê interno do Banco Central e não ser definido por lei, tornou-se uma instituição importante e suas decisões sobre a meta da taxa SELIC e seu viés são atentamente aguardadas pelo mercado.

Quando o COPOM estabelece viés, confere ao Presidente do Banco Central poderes para alterar, sem necessidade de convocar reunião extraordinária, a meta da taxa SELIC na direção do viés. O que mostra uma certa autonomia na gestão de um dos principais instrumentos de política monetária: as taxas de juros. Principalmente no caso do Brasil atual, que adotou o sistema de *inflation target* (ou metas de inflação), no qual o nível de taxas de juros exerce papel fundamental.

Formalmente, a política monetária é competência do Conselho Monetário Nacional (CMN), onde o Banco Central tem 1/3 dos votos. De acordo com a Lei 4.595, “compete ao Banco Central cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo CMN”.

Alguns estudos analisam quais fatores determinariam o grau de independência de um banco central.

Segundo Cukierman (1994), especificando-se mais, ou menos os objetivos do banco central e concedendo poderes mais, ou menos amplos, os políticos determinam a extensão de seu comprometimento com a política monetária. Determinantes não só políticos, mas também econômicos tem sido formulados para

definir o grau de independência do banco central. Apesar da maior parte dos estudos se concentrar em países industrializados, consideramos aqui os critérios mais relevantes e aplicáveis à realidade brasileira atual. São eles:

- (1) o estoque da dívida do governo;
- (2) a supervisão das instituições financeiras;
- (3) a oposição financeira à inflação;
- (4) a oposição pública à inflação;

(1) Cukierman argumenta que, quanto maior a dívida do governo, mais provável seria que os políticos delegassem autoridade ao banco central e mais independente ele seria. Se enquadrarmos o caso do Brasil nessa hipótese, veríamos que ele poderia, realmente, estar caminhando para um maior grau de independência. Em agosto de 1999, a dívida líquida do setor público atingiu 50,5% do PIB, um patamar um tanto preocupante. Provavelmente, resultante de comportamentos irresponsáveis e incoerentes com a meta de estabilidade econômica, adotados no passado.

(2) Quanto à supervisão das instituições financeiras, as evidências empíricas sobre sua relação com a independência do banco central não fornecem nenhuma conclusão uniforme. No entanto, parece relevante analisarmos alguns argumentos que defendem e que criticam a separação entre a supervisão do sistema financeiro e a condução da política monetária, e suas relações com a autonomia do banco central.

O primeiro argumento a favor da separação das funções, defende que quando o banco central é responsável pela supervisão, também é responsável pelas falhas das

instituições financeiras. E portanto, pode ser tentado a evitar tais falhas admitindo políticas monetárias pouco eficientes para a economia em geral. Uma separação de responsabilidades aumentaria, portanto, a autonomia monetária do banco central.

Um segundo argumento fala sobre a publicidade negativa que envolve falhas do sistema financeiro e operações de ajuda. No Brasil, a supervisão do sistema financeiro cabe ao Banco Central. Recentemente, presenciamos um caso em que a situação citada acima se verificou claramente. A polêmica causada pelo Proer, que objetivava auxiliar bancos em dificuldade, colocou o Banco Central do Brasil sob a mira da imprensa, de forma excessivamente negativa. Além disso, presenciamos também, toda a repercussão na mídia da CPI do sistema financeiro, que divulgou em meados de novembro deste ano, o parecer final referente à operação de intervenção no mercado futuro de dólar que o Banco Central fez em janeiro, para impedir a liquidação dos bancos Marka e FonteCindam. O parecer considerou a operação ilegal, contribuindo para mais uma rodada de críticas sobre as atividades de socorro à instituições financeiras exercidas pelo Banco Central. De acordo com o argumento acima, a queda de popularidade do banco central pode afetar a credibilidade da política monetária. Portanto, separando-se as atividades de condução da política monetária e supervisão do sistema financeiro, teríamos mais apoio para sustentar a independência do banco central.

Por outro lado, há os argumentos contra a separação de funções. Baseia-se no fato de que para limitar os riscos do sistema financeiro, o banco central tenha que supervisionar e regular os participantes do sistema. Como muitas vezes teve que ser

feito, para que não ocorressem casos de crise sistêmica, por exemplo. Além disso, ele tem a tarefa de suprir problemas de liquidez.

Na verdade, a escolha entre a separação ou não das funções depende da estrutura dos sistemas bancários de cada país e da condução da política monetária, e cabe aos respectivos governos chegarem a um consenso, para que seja estabelecida a forma mais eficiente.

(3) A teoria defendida por Posen (1993a, 1993b), baseia-se no argumento de que existe um terceiro fator que explica a correlação negativa entre a independência do banco central e o nível de inflação. Este fator seria a oposição financeira à inflação. Posen defende a idéia de que a política monetária é guiada pela coalizão dos interesses políticos da sociedade, porque os bancos centrais estarão preparados para adotar fortes medidas anti-inflacionárias, apenas se houver uma união de interesses. Foram testados quatro indicadores que poderiam explicar e medir a oposição financeira à inflação:

( i ) Em países com setores financeiros que possuem atividades bancárias universais, espera-se uma forte oposição à inflação;

( ii ) Em países onde o banco central tem menores poderes de supervisão, espera-se maior oposição financeira à inflação;

( iii ) Em países com sistemas federais de governo, espera-se uma oposição mais efetiva à inflação;

( iv ) Em países com sistemas partidários menos fracionados, espera-se uma influência maior contra a inflação;

Adaptando-se a intuição da teoria de Posen ao caso brasileiro, constatamos que o país poderia ser enquadrado nos itens ( i ) e ( iii ). Nos últimos anos, o país testemunhou uma grande ampliação do setor financeiro, influenciada, entre outras coisas, pela “invasão” de instituições estrangeiras, gerando um maior grau de concorrência, e um conseqüente aumento de eficiência no setor. Sendo assim, podemos afirmar que o Brasil possui atividades bancárias universais. Além disso, vivemos num sistema federal de governo. Portanto, se avaliarmos os indicadores propostos acima, o Banco Central brasileiro seria considerado dependente. Porém, testes feitos em cima das conclusões de Posen, mostram que ela é sensível ao tipo de medida de independência do banco central utilizada.

Já Cukierman defende que países com mercados financeiros grandes possuem, provavelmente, bancos centrais mais independentes. Esta conclusão baseia-se numa comparação do tamanho dos mercados financeiros e o ranking dos bancos centrais estabelecido por independência, para países industrializados e para países em desenvolvimento (onde pode-se incluir o Brasil), durante os anos 80. Países com mercados financeiros bem desenvolvidos (França, Alemanha, Estados Unidos) possuem bancos centrais relativamente independentes, enquanto aqueles com mercados financeiros mais internalizados (caso da maioria dos países em desenvolvimento), têm bancos centrais relativamente dependentes. Entretanto, devemos considerar a existência de uma relação de “mão-dupla”: maior autonomia e baixa inflação também tendem a promover o desenvolvimento dos mercados financeiros. Embora ainda possua um mercado financeiro considerado pouco desenvolvido, o Brasil tem caminhado a passos constantes, na direção de uma

evolução inevitável dos mercados, em tempos de globalização. E quem sabe, (mesmo que a longo prazo) na direção de um Banco Central mais independente.

( 4 ) Outro determinante da independência do banco central, considerado aqui, é a oposição do público à inflação. Talvez, essa seja a categoria em que o Brasil realmente possa se identificar com maior facilidade. Os incontáveis anos em que o país conviveu com o dragão da inflação, ainda fazem parte da memória, por vezes considerada curta, de muitos brasileiros. Assim como as traumáticas tentativas de superar o problema, através de planos de estabilização sucessivamente fracassados. O Plano Real, iniciado em 1994, foi como um sopro de esperança e de credibilidade, tanto para a população quanto para os integrantes do governo responsável pela sua implementação.

A experiência do público com hiperinflação ou taxas de inflação extremamente altas no passado é vista como a principal razão para despertar forte oposição à níveis de preços elevados. Isso implica também, numa relação de “mão-dupla” entre a independência do banco central e o nível de inflação. Um banco central independente pode gerar baixa inflação no médio e longo prazo, mas elevadas taxas de inflação também podem resultar, num prazo bastante longo, na criação de um banco central autônomo. O que mostra que o *status* de independência do Banco Central do Brasil talvez não seja tão utópico, se considerarmos as possibilidades que o futuro (sempre incerto) nos reserva.

Entretanto, uma outra possibilidade foi levantada por Cukierman (1992): a inflação, quando suficientemente sustentada, poderá causar uma erosão na independência do banco central. Segundo ele, a sociedade torna-se habituada à

inflação (com a indexação dos salários), reduzindo a oposição aos altos preços e, conseqüentemente, a pressão por um banco central independente. O Brasil da década de 1980, talvez possa ser o exemplo ideal de população anestesiada pelos anos de inflação elevada. A indexação de preços e salários fazia com que os efeitos prejudiciais da inflação já inercial, fossem quase que mascarados, diante dos olhares leigos da maioria. Com exceção da população de baixa renda, a mais prejudicada por não ter acesso ao sistema financeiro e suas vantagens. O grande risco era transformar o hábito em conformismo, gerado pelas tentativas equivocadas do governo em busca da estabilidade econômica. Nesse período conturbado, a idéia de banco central independente parecia um tanto distante, o que torna válida a argumentação de Cukierman.

A partir das análises comentadas, chegamos a uma conclusão, de certa forma, inesperada. Os processos pelos quais passaram o Banco Central do Brasil e o Sistema Financeiro Nacional como um todo, demonstram uma autonomia da instituição, maior do que se possa imaginar. É claro, que devidamente considerada a realidade estrutural do sistema financeiro em geral. O aparente afastamento relativo das autoridades políticas da formulação e implementação da política monetária, mostra que estamos num caminho promissor para a maior eficiência na eterna busca pela estabilidade econômica. Ainda que o *board* do Banco Central seja designado pelo Presidente da República e sujeito à aprovação prévia do Senado Federal, a gestão da taxa de juros por um comitê, nos moldes de bancos centrais com alto grau de autonomia, consiste na luz no fim do túnel para os defensores da independência. Nesse caso, o poder político está lá, simplesmente exercendo seu papel de representante do eleitorado e fazendo jus ao regime democrático no qual vivemos.

O menor comprometimento dos políticos com a política monetária, conseqüentemente, aumenta os poderes do Banco Central, mesmo que a passos curtos. Parece ser isso o que vem sendo verificado nos últimos anos, principalmente após a implementação do Real, que fez com que o país recuperasse a noção de valor de sua moeda e percebesse o quanto seria importante manter a tão esperada estabilidade econômica, que por muito tempo não passou de uma miragem no deserto. Mesmo que para isso, seja obrigado a tomar atitudes impopulares.

## **CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS**

“Um bom banco central é aquele que pode dizer não aos políticos”<sup>2</sup>. Provavelmente, idéias como esta, estimularam a maior parte dos estudos e discussões que já surgiram sobre independência de bancos centrais.

Apesar de encontradas várias limitações nas diversas medidas usadas para definir o grau de independência de um banco central, o desempenho da inflação num contexto de autonomia da autoridade monetária parece ter sido a constatação mais significativa. Mesmo não sendo uma condição necessária nem suficiente para a estabilidade de preços, deve-se admitir que há uma tendência muito maior de que um país com um banco central independente possua taxas de inflação menores. Embora muito ainda tenha que ser estudado sobre o assunto, é indiscutível que o

controle do nível de preços representa um dos elementos essenciais para o bem-estar da sociedade, e sempre fará parte dos objetivos dos gestores de política monetária pelo mundo.

A verdade é que, como reivindicam Grilli, Masciandaro e Tabellini, “ter um banco central independente é quase como ganhar um almoço grátis; há benefícios, mas não há custos aparentes em termos de performance macroeconômica”. Entretanto, destacamos que existem evidências limitadas para a crença de que a independência do banco central estimula o crescimento econômico.

---

<sup>2</sup> “The Economist”, 10 de Fevereiro de 1990, pg. 10

Afastar as autoridades políticas dos assuntos que envolvem puramente variáveis macroeconômicas parece ser um dos caminhos que leva à independência do banco central. Mas não o único. Discutimos, também, o papel dos mercados nesse contexto, e concluímos que segui-los muito de perto pode levar o banco central a herdar a visão míope que a independência tem o propósito de evitar. A mesma miopia que faz parte dos horizontes de curto prazo, tão característicos dos políticos.

Entretanto, experiências de autonomia na prática, mostram que ainda há o que aperfeiçoar. Principalmente no que diz respeito a transparência das políticas monetárias. Já que não se pode diplomar populações inteiras em teoria econômica, uma instituição tão poderosa quanto o banco central deve adotar como princípio básico, a prestação de contas de suas decisões. Especialmente, no caso de um banco central independente, que possuindo mais liberdade para comandar os rumos da economia, não pode cair na armadilha de navegar sozinho, fingindo que não há mais ninguém no mesmo barco. O apoio público torna-se fundamental para a construção da credibilidade, assim como para o sucesso de qualquer política monetária.

No caso do Brasil, ainda há muito trabalho pela frente. Apesar dos cerca de cinco anos de estabilidade econômica e da dura sobrevivência às sucessivas crises mundiais, a independência do Banco Central ainda é um assunto pouco explorado. Talvez, o gosto pela experiência da inflação de um dígito, tenha nos trazido a noção de que, realmente, os horizontes de longo prazo dos economistas, muitas vezes dolorosos, são os mais eficientes. Quem sabe, no futuro, possamos ver amadurecida a idéia de ter uma autoridade monetária, que nos guie com autonomia e responsabilidade, pelo longo e difícil caminho da estabilidade econômica.





## **Bibliografia Básica**

- Blinder, Alan S. – “Bancos Centrais: Teoria e Prática”
- Eijffinger, S. & Haan, J. - “The Political Economy of Central Bank Independence”, Special Papers in International Economics, International Finance Section, Princeton University, n.19 maio de 1996
- Capie, Forrest - “The Future of Central Banking: the Tercentenary Symposium of the Bank of England”, Cambridge University Press
- “Bancos Centrais de Países Desenvolvidos e em Desenvolvimento”- Resenha Comparativa
- Site consultado na Internet:  
  
Banco Central do Brasil – [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)

























