

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**A Evolução das Instituições Monetárias Brasileiras e  
A Independência do Banco Central Hoje**

Ana Claudia Coutinho de Brito

Matrícula: 0711413-9

Orientador: Gustavo Franco

Dezembro, 2010

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**A Evolução das Instituições Monetárias Brasileiras e  
A Independência do Banco Central hoje**

---

Ana Claudia Coutinho de Brito

Matrícula: 0711413-9

Orientador: Gustavo Franco

Dezembro, 2010

**“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.*

Agradecimento:

Agradeço pelo apoio da minha família e amigos nesses quatro anos de faculdade, a todos os professores que me ajudaram e incentivaram ao longo do curso e, em especial, ao meu orientado Gustavo Franco por ter me ajudado na feitura desse trabalho.

## Sumário

1. Introdução.....	7
2. História.....	9
2.1 Banco do Brasil .....	9
2.2 Sumoc .....	11
2.3 Banco Central .....	13
2.4 Mudanças no Banco Central .....	15
3. Independência do Banco Central .....	18
3.1 Conceito .....	18
3.2 Argumentos favoráveis .....	19
3.2.1 Argumento empírico.....	29
3.4 Argumentos contrários.....	21
4. Medindo a Independência .....	23
4.1 Modelo Cukierman .....	24
4.2 Inflação e Independência .....	26
5. Caso Brasileiro .....	28
5.1 Independência e Inflação no Brasil.....	30
6. Conclusão .....	32

**Tabelas:**

Gráfico 1 .....	33
Gráfico2 .....	34
Gráfico 3 .....	35
Gráfico 4 .....	36
Gráfico 5 .....	36
Gráfico 6 .....	37
Gráfico 7 .....	37

**Resumo:**

Essa monografia estuda a evolução das instituições monetárias brasileiras, mostrando-a com base no cenário político e econômico que permitiu essas mudanças para depois podermos discutir a questão da independência do Banco Central. Assim, analisaremos índices de independência como o criado por Cukierman para analisar o que é necessário para um banco central ser independente, além de avaliar se há realmente a existência de uma relação negativa entre independência e inflação, de forma a depois poder analisá-lo dentro do caso brasileiro.

**Palavras-chave:** Banco Central, Independência, Cukierman, Inflação.

## 1. Introdução

Em meio aos rumores sobre a influência do governo sobre as decisões do Banco Central, uma questão que passa a ter relevância acentuada é a discussão sobre vantagens e desvantagens de se ter uma instituição monetária mais independente.

As instituições não existem no vácuo, é produto da evolução cumulativa e incremental, refletindo idas e vindas da política monetária e o desejo de tornar permanente certa configuração que resultou bem sucedida.

Assim, o surgimento do Banco Central e a evolução das instituições monetárias é resultado de um cenário político e econômico existente naquele momento. Dessa forma, o Banco Central só passa a ser uma necessidade devido à mudança de ordem monetária em 1933.

“My logical follows the arguments of Daron Acemoglu, Simon Johson and A. Robinson (2005) on the **endogeneity of institutional evolution**. By their reasoning, the distribution of political power and the distribution of institutional choice: power and resources determine how collective choices are made and thus, what institutions are in place, they “affect the choice of economic institutions and influence the future evolution of political institutions”.” (Taylor, Mathew)

Antes existia o padrão ouro, no qual a Natureza era a origem legítima do ouro, sendo outras formas de criação de valor tidas como roubo. Assim, todo papel emitido pelo Estado tinha o seu lastro respectivo guardado nos cofres do governo em ouro, sendo a moeda apenas papel de moeda mercadoria.

Porém com o “crash” de 29, Vargas estabelece uma nova ordem monetária em 1933, pondo fim ao padrão-ouro. Nesse momento a moeda passa a ter o papel de moeda fiduciária, a qual a lei estabelece o cunho forçado ao definir a moeda como criatura da Lei, que deve ser aceita seu valor nominal para o encerramento de obrigações sem a necessidade de outro lastro que a assegure, de acordo com o decreto lei nº 23.501/33.

Outra mudança relevante para a formação dessa nova ordem econômica foi a centralização das operações de câmbio no Banco do Brasil que facilitaria a fiscalização dentro dos limites determinados. Além disso, também se estabelece “lei da usura” que viria a estabelecer limites para as taxas de juros, limitando a atividade do banco de empréstimo, de acordo com o decreto 22.626/33.

“§ 2º. Não excederão igualmente de 6% ao ano os juros das obrigações expressa e declaradamente contraídas para financiamento de trabalhos expressa e declaradamente contraídas para financiamento de trabalhos agrícolas, ou para



compra de maquinismos e de utensílios destinados a agricultura, qualquer que seja a modalidade da dívida, desde que tenham garantia real.”

Essa limitação sobre o sistema financeiro mostra a tentativa de reduzir a capacidade dos bancos em criar moeda ao fazer empréstimos, pois agora a função de criação da moeda era do Estado e sem a necessidade de lastro como no padrão-ouro, era necessário controle maior.

Na verdade, por essa maior liberdade na criação de moeda, a maioria das economias criou ou aumentou o poder de seu banco central, o que não veio a ocorrer no Brasil, que só com Tratado de Bretton Woods começa a fazer esforços na tentativa de formar uma instituição com as funções de banco central.

Assim, surge a necessidade de criação de um banco central com a alteração da ordem econômica, mas só vem a ser efetivada décadas depois devido ao descontrole inflacionário resultado de anos de políticas expansionistas desenfreadas que antes não geravam conseqüências inflacionárias devido ao cenário deflacionário de crise que se passava antes e, por isso, tem sua criação efetivada apesar da forte resistência daqueles envolvidos com o Banco do Brasil e daqueles favoráveis ao descontrole monetário em prol do crescimento no curto prazo.

Depois nos anos 80 e 90, a proposta de independência dos bancos centrais ganha força no mundo devido à tendência inflacionária, sendo o banco central visto como vítimas da pressão política, juntamente a diversas inovações do sistema financeiro e do aumento da importância do crédito no crescimento das economias que ajudaram nesse desequilíbrio dos preços. Assim, em todo o mundo, surgiram movimentos políticos em prol da independência como a União Monetária Européia que passou a exigir como critério de adesão a substituição dos bancos centrais dos países integrantes por um único banco central europeu independente.

Portanto, esse trabalho falará em sua primeira parte sobre a evolução das instituições monetárias brasileiras, passando desde a concentração das funções de banco central no Banco do Brasil até a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito e depois finalmente, falando sobre a criação do Banco Central.

Em um segundo momento, começaremos a discutir sobre a independência, analisando conceitos e argumentos favoráveis e contrários; numa terceira parte, abordaremos formas de medição da independência para poder na quarta parte analisar o caso específico brasileiro.

## 2. História

### 2.1 Banco do Brasil

Com o fim da I Guerra Mundial, encerrou-se a fase do padrão-ouro, concentrando o poder de criar moeda nas mãos do Tesouro, porém, logo surgiriam propostas de concessão desse poder ao Banco do Brasil.

Assim, antes da existência do Banco Central, o Banco do Brasil além de suas atividades tradicionais como banco comercial, também passou a exercer muitas das funções de banco central.

Essas novas funções adquiridas tinham suporte no próprio estatuto do banco que, por exemplo, em seu art. 47 previa o privilégio exclusivo da emissão de moeda. Muitos argumentavam em favor dessa transferência de poder que o papel teria melhor qualidade, pois estaria sujeito a fiscalização, além de devido à ausência de uma figura que redescontasse os títulos em carteira, haveria uma forte restrição ao crédito que atrapalharia o desenvolvimento da economia.

Assim, em 1920, com Epitácio Pessoa no poder, essas idéias se concretizam na forma da lei nº 4.182, ao ser instituída a carteira de emissão e redesconto.

“**Art. 9º** Fica instituída no Banco do Brasil, sob a superintendência do presidente desse instituto e a cargo de um diretor de nomeação do Presidente da República, uma Carteira de Emissão e Redesconto, com caixa e contabilidade próprias, enquanto não for criado um banco especial para esses fins. O limite de operações dessa carteira será de cem mil contos de réis, e não poderá ser excedido senão, em caso excepcional, por ato do Presidente da República, ficando o Banco sujeito, pela emissão que exceder aquele limite, a taxa que o Governo determinar.”

Dessa forma, o Banco do Brasil passou a poder criar moeda de forma limitada ao entregar bilhetes com pleno poder liberatório e cujo montante seria estritamente limitado pelo total de operações, que seriam retirados de circulação no dia seguinte ao do pagamento dos títulos.

Com isso, a Carteira de Emissão e Redesconto (CARED) foi criada com a função de ser prestador de última instância, sendo dirigido por pessoa escolhida pelo presidente, ficando sobre supervisão do presidente do Banco do Brasil.

Porém, logo essa lei sofre mudanças com a lei nº 4.230/20, proibindo o lançamento de bilhetes próprios do BB, mantendo a existência dessa carteira, mas essa agora teria como fonte os recursos do Tesouro. Assim, o governo fornecia recursos

baratos para o banco e como grande cliente da carteira, quantia relevante retornava ao governo na forma de empréstimos que financiariam o seu déficit. O monopólio de emissão retorna mais tarde ao BB com a lei nº 4.635-A.

A partir desse ponto, as notas do banco teriam curso legal e liberatório, além de ser estabelecido um limite anual de até quarta parte da receita orçada para o período para os empréstimos concedidos ao governo federal, abrindo, dessa forma, o BB um crédito em conta corrente ao Tesouro, tendo em contrapartida certos benefícios fiscais.

Com o tempo, o Banco do Brasil foi ampliando as suas funções de banco central, passando a ter espaço para administrar a taxa de juros para controlar o crédito e a expansão monetária, além de controlar o câmbio através da Carteira de Câmbio.

No governo Vargas, a carteira de redesconto ganha força, sendo a fonte da expansão monetária que vinha a financiar a política cafeeira, as despesas do Tesouro e o crescimento da economia, gerando como resultado um forte desequilíbrio orçamentário e uma grande tendência inflacionária. Assim, o governo podia se financiar através de emissão direta ou através da carteira de redesconto ou através de lançamento de títulos da dívida pública, tendo, com isso, grande influência sobre a base monetária nacional.

Conseqüentemente, com o excesso de emissões, tornaram-se necessárias medidas de combate ao descontrole inflacionário como a alteração da moeda para o cruzeiro, além de medidas mais diretas de combate a emissão como o aumento das restrições a emissão do Tesouro de forma a combater o aquecimento da economia. Porém, isso não foi suficiente, pois o que o Tesouro deixava de lançar, o BB o fazia através da carteira de redesconto.

Com a lei nº 21.499 em 1932, surge a Caixa de Mobilização Bancária (CAMOB) com o objetivo de promover a mobilização das importâncias aplicadas em operações seguras, mas de demorada liquidação realizadas pelos bancos de depósitos e descontos, nacionais ou estrangeiros, estabelecidos no país de forma a garantir a mobilidade dos ativos dos bancos para que pudessem cumprir os seus compromissos.

Foram estabelecidas também reservas compulsórias mínimas para os bancos comerciais, sendo os limites de 10% para depósito a prazo e 15% para depósitos a vista, além dos bancos ficarem obrigados a recolher ao BB todo o montante de moeda manual que excedesse a 20% da soma de seus depósitos. Uma observação relevante é que o fato do Banco do Brasil não ser obrigado a ter esses limites demonstra o seu papel de banco central.

Com isso, o Banco do Brasil passa a ser prestador de última instância, aumentando a confiança do setor bancário ao ser estabelecido em lei que caso precise emprestar mais dinheiro do que tenha em caixa, o Tesouro emitiria o valor necessário.

Portanto, com a evolução das atividades do Banco do Brasil, ele foi adquirindo funções de banco central sem deixar de exercer sua atividade como banco comercial. Assim, ele passa a ter uma carteira de emissão, faz empréstimos de longo prazo para o sistema bancário através da Camob, controla o mercado de câmbio pela Carteira de Câmbio e tem função de fiscalização bancária, além de receber depósitos dos bancos privados. Porém, deixa de exercer bem o papel de banco central ao não ter uma política monetária de controle de inflação, emitindo em excesso moeda que vinha a financiar o governo.

## **2.2 SUMOC**

Devido às grandes pressões inflacionárias na economia brasileira, Octavio Gouvêa de Bulhões propôs a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) com o objetivo de controlar os meios de pagamento no final do governo Vargas.

Dessa forma, a SUMOC foi criada através do Decreto-Lei nº 7.293 com o objetivo de exercer o controle do mercado monetário no Brasil, por exigência do Banco Mundial e do FMI, preparando para a organização de um Banco Central.

A SUMOC era subordinada ao Ministério da Fazenda e tinha em sua estrutura um Diretor Executivo, escolhido pelo Presidente da República, e era orientada por um Conselho formado pelo Presidente do Banco do Brasil, pelo Diretor da Carteira de Câmbio, pelo Diretor da Carteira de Redesconto e Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária, pelo Diretor Executivo da Superintendência e era presidido pelo Ministro da Fazenda.

Na sua formação, a SUMOC sofreu grande resistência principalmente pelos integrantes do Banco do Brasil e daqueles que se beneficiavam com seus empréstimos ao ter o seu papel como banco central reduzido.

Assim, se antes BB era um banco comercial com papel de banco central, além de ser banco financiador do governo, com a criação da SUMOC passa a haver a figura de uma autoridade monetária da nação.

Assim, funções como a política cambial, orientação da fiscalização dos bancos, determinação das taxas de juros dos bancos comerciais, das taxas de redesconto e do

percentual dos depósitos compulsórios dos bancos que deviam ser recolhidos à autoridade monetária são funções típicas de banco central que passaram para a coordenação da SUMOC.

Dessa forma, como uma das medidas para conter a inflação, a SUMOC estabelece o percentual de compulsório, sem remuneração, em 8% sobre o valor dos depósitos à vista e em 4% do valor das importâncias depositadas a prazo fixo ou mediante aviso prévio superior a noventa dias, o que veio a gerar grande reação dos bancários.

Apesar de passar responsabilidades do Banco do Brasil para a SUMOC, muita da estrutura não havia mudado.

“Art. 9º Ficam revogadas as atribuições legais que competiam às Carteiras de Câmbio e de Redesconto do Banco do Brasil S.A. de Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária, ora atribuída à Superintendência da Moeda e do Crédito por este Decreto-lei.”

Apesar da mudança no processo de decisão com a participação mais normativa da SUMOC, o Banco do Brasil continuava a exercer papel relevante como órgão executor da política, mantendo suas funções com a Carteira de Redesconto, com a Caixa de Mobilização Bancária, agindo como prestador de última instância, com a Carteira de Câmbio e de Comércio Exterior, além de manter função como banco do governo, financiando o Tesouro. Já este era responsável pela emissão e amortização de papel-moeda através da Caixa de Amortização (Camor).

Assim, apesar das regras estipuladas pela SUMOC, o problema das emissões continuava. Uma das razões se dava pela junção de funções do BB como depositária das reservas e como banco comercial, ampliando o potencial de criação monetária deste, enquanto tenta reduzir a dos outros bancos com essa medida. Outra fonte dessa problemática eram os artificios bancários de emissão e cancelamento de crédito entre Banco do Brasil e Tesouro.

Portanto, apesar da nova organização do sistema monetário, o poder do Banco do Brasil como agente do Tesouro, fornecendo crédito, como recebedor das reservas dos bancos e como banco comercial, prejudicava qualquer tipo de controle que a SUMOC quisesse vir a ter.

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

A SUMOC, como mostrado, surge para iniciar a formação do Banco Central, de forma a combater a inflação. Para isso, era importante conseguir conter os empréstimos do BB. Porém, para isso ocorrer era necessário que o Ministro da Fazenda e o presidente do BB, ambos integrantes da SUMOC, tivessem orientação conservadora.

Isso veio a ocorrer quando Café Filho assumiu a presidência, após a crise política do suicídio de Vargas, quando Bulhões assumiu a diretoria executiva da SUMOC, Eugênio Gudin no Ministério da Fazenda e Clemente Mariani na presidência do BB, todos de formação ortodoxa. Contudo, essa experiência teve curta duração, voltando ao cenário de despreocupação com a inflação e elevadas emissões. Depois com o governo JK, não se fez muito para combater a inflação ao se fazer grandes investimentos em infra-estrutura e gastos na construção de Brasília. Com o golpe militar, logo a SUMOC deixou de existir.

Portanto, nesse período o Banco do Brasil permanecia com papel importante na evolução da economia brasileira, além dos financiamentos descontrolados ao governo continuarem, atrapalhando a existência de uma estrutura em volta de uma autoridade monetária em busca do equilíbrio de preços.

### **2.3 Banco Central**

Antes da criação efetiva de um banco central, muitas opções foram discutidas. Entre elas, havia a possibilidade de concentração dos poderes de autoridade monetária no Banco do Brasil, enquanto para outros essa opção era tida como inadequada, preferindo a criação de uma nova instituição própria para os controles monetários.

Em 31 de dezembro de 1964, através da Lei nº 4.595, foi criado o Banco Central como autarquia federal com patrimônio próprio. Com isso, 20 anos depois da criação da Sumoc com o objetivo de antecipar a sua criação, esta finalmente se concretiza, mostrando a força daqueles ligados ao BB, que eram contrário as mudanças.

Através da Reforma Monetária de 1964, uma nova estrutura monetária foi formada, passando a ser constituída pelo Conselho Monetário Nacional, Banco Central, Banco do Brasil, BNDE e outras instituições financeiras públicas e privadas.

O conselho da Sumoc veio a ser substituído pelo Conselho Monetário Nacional com o objetivo de determinar a política da moeda e do crédito. Esse conselho era formado pelo Ministro da Fazenda como Presidente do conselho, Presidente do Banco do Brasil, Presidente do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e sete

membros nomeados pelo Presidente da República, após aprovação do Senado Federal, escolhidos entre brasileiros de ilibada reputação e notória capacidade em assuntos econômico-financeiros, com mandato de sete anos, podendo ser reconduzidos.

Ao ser criado, foi formado com uma estrutura independente da presidência, pois a maioria não poderia ser demitida. Contudo, em 1967 com o governo de Costa e Silva, regrediu-se, permitindo a demissão dos dirigentes.

O Bacen substituiu a Sumoc, com todas as suas atribuições, passando a ter a função de emitir moeda de acordo com os patamares estabelecidos pela CMN, as reservas compulsórias foram transferidas do Banco do Brasil, virando o emprestador de última instância. Deixaram de existir também Cared e Camob e a carteira de câmbio passou para as mãos do Banco Central.

Assim, o Banco do Brasil passa ser instrumento de execução da política financeira do Governo Federal ao agir como agente financeiro do Tesouro, recebendo arrecadações tributárias, disponibilidades das entidades federais, além das outras fontes de renda do governo.

Enquanto o Tesouro perdeu o poder de emissão que tinha com a carteira de Amortização e, assim, passa realmente a figurar a idéia da dívida pública ao competir privativamente ao Banco Central o poder de emissão de moeda, de acordo com o art. 10, I da lei citada.

Entretanto, as mudanças não foram tão simples. Para facilitar as transferências entre o Banco do Brasil e o Banco Central, foi criada a conta movimento, registrando-se nessa conta às operações realizadas pelos dois. Assim, ela nivelava diariamente os desequilíbrios entre ativos e passivos do BB, durando décadas o que era para ser temporário.

Para justificar sua existência, buscava-se apoio no art. 19 da lei citada que afirmava que o CMN geraria recursos para BB

“§ 1º - O Conselho Monetário Nacional assegurará recursos específicos que possibilitem ao Banco do Brasil S. A., sob adequada remuneração, o atendimento dos encargos previstos nesta lei.”

Dessa forma, apesar da conta movimento ser instrumento que não aparecia no balanço consolidado das autoridades monetárias por ser crédito de uma instituição e débito em outra, na realidade, as mudanças das operações do BB alteravam a oferta monetária, mantendo-o com papel de autoridade monetária relevante.

A conta movimento teve fim em 1984, sofrendo fortes pressões contra o seu fim, mas acaba se encerrando devido a pretensão de fazer políticas fiscais para a implementação e funcionamento do Plano Cruzado. Nesse momento, outras medidas ganham destaque como a transferência da atribuição de gerir a dívida pública do BC para o Tesouro e do poder de autorizar a expansão da dívida pública do CMN para o Congresso.

Porém, apesar dos esforços, o Banco do Brasil mantém influência sobre a política monetária, pois as reservas voluntárias que deveriam ficar no Bacen, podiam ser delegada por este para ficar no BB, permanecendo, no final, as reservas no lugar que se encontrava antes. Assim, mesmo com as novas leis, a Reforma Bancária não foi capaz de reduzir o papel do Banco do Brasil como agente monetário.

Apesar da organização que a lei trouxe com a determinação das funções de cada instituição, ainda havia espaço para confusão como se fazia no Orçamento monetário, o qual criado pelo Banco Central e aprovado pela CMN tinha a função de suprir as necessidades de moeda e crédito, mas muitas vezes incluía despesas fiscais que deveriam estar no Orçamento Fiscal, o qual deve refletir as receitas e despesas do Tesouro. Dessa forma, o Bacen sustentava algumas despesas do Tesouro, sendo difícil o controle.

#### **2.4 Mudanças no Banco Central**

Com tantos problemas não resolvidos apesar da criação da nova instituição, o Banco Central teve que passar por modificações.

Assim, em 1985, inicia-se um processo de organização das contas públicas de forma a separar mais claramente o orçamento monetário do fiscal, o que levou a um valor calculado do déficit altíssimo, seguido pelo encerramento da conta movimento, encerrando a transferência direta e obscura no balanço de ambas as instituições, além de ser estabelecida a unificação orçamentária.

Outras mudanças relevantes ocorreram como o Orçamento das Operações de Crédito, passando a englobar todos os créditos antes presentes no orçamento monetário, ficando impedido de financiar o Tesouro diretamente. Com isso, o Banco Central ganha mais independência.

A Constituição de 1988 veio a determinar pontos importantes sobre o assunto como competência exclusiva da União sobre o poder de emitir moeda, proibindo



empréstimos ao Tesouro Nacional em seu art. 164, decisão que vem a ajudar a autonomia no campo monetária. Além disso, é estipulada a necessidade de aprovação pelo Senado daqueles que o presidente indica para os cargos de presidente e diretores da instituição no art. 84, XIV.

“The window of opportunity for change had arisen out of the country’s ongoing crisis, more than five years of policy debate, gradual weakening of the strongest antireform coalitions in the face of new democratic pressures, and the perceived political gains from fighting inflation. This trend was further consolidated in the 1988 constitutional, which nonetheless produced a chapter on public finance that strengthened policymakers hands.” (Taylor, Matheus)

Porém, a constituição falha ao não fazer previsão do mandato dos dirigentes e do futuro da CMN, dado que a constituição não dita a competência deste para a determinação dos juros e, assim, de acordo com as disposições transitórias da constituição, haveria um prazo de 180 dias até que fosse regulado por lei complementar, mas o que aconteceu foi a prorrogação por leis ordinárias por anos.

Além disso, em seu art. 192, é prevista a elaboração de Lei Complementar do Sistema Financeiro Nacional, que deverá substituir a Lei 4.595/64 e redefinir as atribuições e estrutura do Banco Central do Brasil. Porém, a problemática deste artigo é a necessidade de uma lei complementar única que trate de todos esses pontos polêmicos e trace as diretrizes do sistema financeiro.

Esse problema, contudo, já foi resolvido pela Emenda Constitucional nº 40, de 29 de maio de 2003, passando a ser o seu caput escrito assim:

“Art. 192 - O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.”

Outra questão discutida nesse artigo é o tabelamento dos juros ao estabelecer um limite máximo:

“§ 3º - As taxas de juros reais, nelas incluídas comissões e quaisquer outras remunerações direta ou indiretamente referidas à concessão de crédito, não poderão ser superiores a doze por cento ao ano; a cobrança acima deste limite será conceituada como crime de usura, punido, em todas as suas modalidades, nos termos que a lei determinar”

A Emenda Constitucional nº 40 vem a revogar esse parágrafo.

A próxima lei que tratou do assunto foi a de número 9.069/95, que instituiu o Plano Real. Nesta, o Banco Central do Brasil emitirá o real mediante a prévia vinculação de reservas internacionais em valor equivalente, enquanto o Conselho Monetário Nacional, segundo critérios aprovados pelo Presidente da República, regulamentará o lastreamento do real, definirá a forma como o Banco Central do Brasil administrará as reservas internacionais vinculadas.

Dessa forma, há um retrocesso ao ter o Conselho Monetário Nacional subordinado a aprovação do presidente.

Hoje, as diretrizes da política monetária com a decisão do nível da taxa de juros são feitas pelo Copom, criado em 1996, similar ao adotado pelo FOMC nos Estados Unidos. Assim, após a implantação do sistema de metas com o decreto nº 3.088, o Copom passa a ter a função de analisar o cenário econômico atual e decidir o nível de juros de forma a cumprir as metas determinadas pelo CMN.

Em caso de descumprimento, o presidente do Bacen tem a obrigação de divulgar carta aberta ao Ministro da Fazenda, explicando o porquê do não cumprimento e quais serão as medidas para solução do problema.

Assim, ele define uma meta para taxa Selic que se manterá até a próxima decisão do Copom, exceto em caso de viés, que dá o poder de alteração de meta entre reuniões.

O Copom é formado por presidente, diretores, Chefe do Departamento Econômico (DEPEC), chefe do Departamento de Operações Internacionais (DEPIN), Chefe do Departamento de Operações de Mercado Aberto (DEMAB), Chefe do Departamento de Operações Bancárias (DEBAN) e Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas (DEPEP), tendo presidente e diretores direito ao voto.

Depois da decisão é lançada a ata do Copom, divulgando ao mercado o cenário e expectativas do grupo que embasaram a sua decisão para a taxa de juros. Trimestralmente, também é lançado o relatório de inflação.

### **3. Independência do Banco Central**

Após estudar a evolução das instituições monetárias brasileiras e como as mudanças são conseqüências de um cenário político e econômico do país naquele momento juntamente a pressão dos grupos de interesse, para analisarmos a independência no caso específico brasileiro, estudaremos de forma mais geral a independência antes.

#### **3.1 Conceitos**

A autoridade monetária pode ser independente no sentido de que não precisa sacrificar suas metas de política monetária para acomodar decisões de política fiscal. Enquanto, num sentido mais restrito, precisa-se que o banco central seja capaz de implementar política monetária numa direção contrária à decidida pelo governo, de forma ao ignorar as políticas fiscais poder garantir a consistência macroeconômica, sendo variável de ajuste.

De forma mais ampla, a independência é o poder de determinar com liberdade as metas a serem seguidas sem qualquer intervenção do Executivo, Legislativo ou outro grupo de interesse.

“Economists and practitioners in the area of monetary policy generally believe that the degree of independence of the central bank from other parts of government affects the rates of expansion of money and credit and, through them, important macroeconomic variables, such as inflation and the size of the budget deficit.”  
(Cukierman, Webb e Neyapti, 1992, p. 353-354).

Diferentemente da independência, há a autonomia que é um conceito relacionado à liberdade operacional, tendo a disposição os instrumentos necessários para que se possa alcançar seus objetivos sem depender de nenhuma outra autoridade política.

Assim, a independência no âmbito institucional está ligada a liberdade na definição dos objetivos como a estabilidade de preços, sendo mais independente quanto mais claro e restrito for esse foco.

Em relação à organização do Banco Central, é relevante para a independência como é realizada a escolha de seu presidente e diretores e a possibilidade de demissão destes, indicando o quanto o governo tem de influência e pressão sobre os integrantes dessa comissão. Também é relevante como é formado o seu orçamento e quanto de autonomia financeira este possui.

Outra questão relevante é o limite no financiamento do governo, impedindo que pressões políticas em favor do aumento da base monetária do país venha a prejudicar a meta de estabilização dos preços.

### **3.2 Argumentos favoráveis**

Na defesa pela independência do banco central, um dos principais argumentos se baseia na idéia de que os políticos possuem um viés inflacionário, pois há uma inconsistência temporal que leva a busca da redução do desemprego no curto prazo enquanto estão no exercício de seu mandato, independente de no longo prazo gerar conseqüências inflacionárias e não conseguir influenciar o nível de desemprego da economia. Assim, a ausência de pressão na esfera política leva a possibilidade de concentração na meta de estabilidade de preços.

Essa argumentação se baseia na hipótese de neutralidade da moeda, considerando, assim, que a moeda não tem efeito sobre as variáveis reais no longo prazo, além de considerar a exogenidade da moeda, o que significa que a quantidade de moeda que importa é aquela ofertada, sendo um fator controlável pelo banco central, já que depende apenas da decisão do emissor.

Caso acreditasse na moeda como variável endógena, aumentos de demanda exigiriam aumentos de oferta monetária, sendo o poder da autoridade monetária apenas relativa.

Outra razão favorável a independência é que a separação entre o governo e a instituição monetária é fundamental para evitar o uso político dessa instituição como máquina do governo, separando a figura monetária da fiscal, evitando o financiamento dos déficits via emissão de moeda com conseqüências inflacionárias.

Além dessa questão da pressão inflacionária, também há a idéia liberal de auto-ajustamento dos mercados, que, assim permitiria o ajuste pelo mercado sem a necessidade da intervenção do Estado. Porém, para isso ocorrer se torna necessário a transparência e independência decisória do banco central.

Portanto, para a independência ser efetiva devido aos motivos apresentados, é necessário a existência de um compromisso crível e válido ex ante para que se evitem violações futuras. Isso viria a ajudar na credibilidade do Banco Central, ancorando mais as expectativas de inflação do mercado de forma a facilitar também o controle da inflação.

### 3.3.1 Argumento empírico

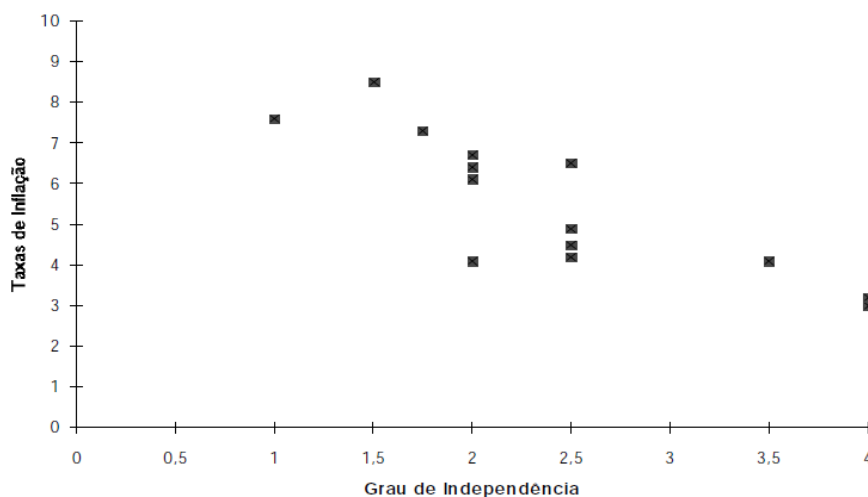
De acordo com Fisher (1985), são duas as abordagens da tese de independência do banco central: a visão conservadora de Rogoff (1985), independência por meta, e a independência por instrumento, que corresponde à visão de agente principal de Walsh (1993) e Persson & Tabellini (1996).

Rogoff dava maior relevância aos desvios inflacionários promovidos pelo formulador de política econômica e, assim, a emissão monetária seria feita apenas para atender a necessidade de meio circulante da economia, evitando inflação. Enquanto para Walsh, o banco central seria punido por desvios da meta contratual, o que garantiria o seu compromisso com a estabilidade de preços. Com isso, ele seria mais conservador do que o tesouro, apoiando-se num horizonte mais longo.

Outro grupo afirma que banco central dependente do Estado tenderia ao aumento dos gastos continuamente, sendo um sinal de fragilidade. Dessa forma, as três óticas têm em comum a idéia do afastamento das pressões políticas no processo decisivo.

Muito dessa argumentação favorável é embasada numa análise empírica, pois ao analisar países que mudaram seu sistema para um banco central independente, normalmente, se verifica uma grande melhora na sua performance econômica. Assim, esse argumento empírico pode ser visto através de uma regressão entre a inflação e o nível de independência como apresentada no gráfico abaixo, o que mostra a relação entre a inflação e o nível de independência medida de acordo com os padrões estabelecidos por Alesina e Summers.

Assim, estudando os casos de países que ampliaram a sua independência, grande parte mostra essa relação negativa, mas isso não extingue a dúvida de quanto da mudança na inflação é resultado da simples mudança de liberdade do banco central ou de uma efetiva alteração na política do país, englobando gastos do governo.



Fonte: ALESINA & SUMMERS (1993).

### 3.4 Argumentos contrários

Na defesa contra a independência muitos afirmam que uma instituição sem controle político direto não possui legitimidade democrática, dado que, normalmente, não são escolhidos pela população e, por isso, estão sob controle do Executivo, o qual possui legitimidade pela eleição.

Além disso, um problema relevante é a descoordenação entre a política do Banco Central e do Executivo de tal forma a gerar políticas contrárias, reduzindo a força do Banco Central no combate à inflação ao se ter duas instituições agindo de formas diferentes, anulando as suas forças e não as juntando em prol de um objetivo.

“The seesaw effect suggests that when successful policy reform takes place in one dimension and the political equilibrium remains largely unchanged, politicians may try to use a different instrument to attain the goal previously targeted with the instrument now being reformed (...) a natural candidate for the seesaw effect in the context of CBI is fiscal policy” (Acemoglu, Daron)

Muitas das críticas são contrárias as hipóteses assumidas na argumentação favorável a independência, como a neutralidade e exogeneidade da moeda que não são teorias aceitas por todos, sendo fraca a argumentação na ausência dessas teorias.

Assim, muitos acreditam na endogeneidade da moeda, como Minsky, sendo a oferta monetária uma resposta a demanda da sociedade, sendo esta capaz de criar meios de pagamentos e de ampliar a velocidade de circulação da moeda, diluindo o poder das autoridades monetárias no controle desse processo. Com isso, a oferta monetária não depende apenas do banco central, mas também dos outros agentes da economia.

Também se critica muito a neutralidade da moeda, pois se a velocidade da moeda não for constante, aumentos na oferta não necessariamente levam a aumentos de preço, caso sejam absorvidos pela demanda, podendo, então, afetar as variáveis reais no longo prazo.

Essa idéia pode ser vista no estudo de Schumpeter que mostra como o crédito influencia os ciclos econômicos devido a não neutralidade da moeda. Assim, ele mostra que em momentos de crescimento econômico, as empresas tendem a investir mais em busca de invenções, precisando de mais crédito. Isso leva aos consumidores acreditarem que a melhora na sua renda será permanente e as empresas também acreditam que a demanda continuará crescendo, mas quando isso não se mostra verdadeiro e a competição tira do mercado os menos produtivos, ocorre a decadência na qual as empresas terão que pagar os empréstimos tomados.

Resumindo, a discussão sobre a independência pode ser dividida em dois grupos de acordo com Gordon, aqueles que acreditam que o mercado é eficiente corrigindo as imperfeições econômicas que surgem e os que ao não acreditar nisso tendem a querer a intervenção do Estado. Assim, os primeiros são os defensores da independência do banco central ao acreditar na exogeneidade da moeda.

Contudo, essa divisão não é tão simples como apresentada por Gordon, dado que muitos autores como Friedman, apesar de acreditarem na neutralidade da moeda, consideram que a concentração de poder não é condizente com o livre mercado.

Friedman, assim, afirmava, que a política monetária pode elevar o nível de produto no curto prazo, mas no longo prazo, a economia permaneceria em pleno emprego, não tendo poder para afetar essas variáveis. Assim, para ele, o prejuízo por erros da política monetária é muito grande de tal ordem a preferir regras de expansão monetárias definidas em lei do que a decisão discricionária. Assim, ele defende a redução da interferência do banco central, chegando a sugerir sua subordinação ao Tesouro com regras fixas para os agregados monetários em lei.

Enquanto para Hayek, a moeda não era neutra, mas deveria ser neutralizada para se direcionar para o equilíbrio e a melhor de forma de impedir oferta monetária excessiva, era manter um lastro real constante no tempo, no qual cada banco se responsabilizaria pela conversão de moeda em lastro.

Além disso, o pressuposto de transparência, simetria e independência decisória são justamente falhas de mercado que existem, não havendo o auto-ajustamento do mercado.

Empiricamente, também há críticas que se baseiam nas experiências de vários países que possuem banco central dependente, mas possuem economia estável como França e Japão.

O Japão, por exemplo, tem banco central subordinado ao Estado e legalmente subordinado ao Ministro da Fazenda e, no entanto, possui taxa de inflação como uma das mais menores do mundo.

#### 4. Medindo a Independência

A década de 90 presenciou um forte aumento de estudos acerca da importância do Banco Central, ganhando espaço os indicadores que procuram medir o nível de independência.

Os primeiros autores a desenvolver um índice sobre a independência do BC foram Bade e Parkin (1985) ao construir uma escala com base na independência política, tendo como critérios básicos o relacionamento entre o Banco Central e o governo na formulação da política monetária, o procedimento da escolha do board do BC, analisando a existência de funcionários ligados ao governo, e as relações financeiras e orçamentárias entre eles.

Depois Alesina (1989), acrescentando quatro novos países, usa os mesmos critérios de seus antecessores, montando uma escala de independência que varia de 1, o menos independente, à 4, o mais independente. Assim, ele mostra a existência de relação entre a independência com as taxas de inflação.

Mais recentemente, surge Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991) se utilizando do conceito de independência política (GMTP) como o poder de escolher os seus objetivos sem influência do governo através da influência na escolha dos membros do BC e de quanto o objetivo de estabilidade de preços é explícito e assegurado em lei. Outro conceito relevante é a independência econômica (GMTE) definida como o poder de usar os instrumentos monetários sem restrições e o quão facilmente é para o governo financiar seus déficits através do banco central.

Eijffinger e Schaling (1993) se diferenciaram ao fazer a medição dando relevância à responsabilidade da política monetária, sobretudo às leis que determinam o controle da política monetária como exclusiva do BC.

Finalmente, um dos mais famosos, Cukierman, Webb e Neyaptí (1992) elaboraram um índice de independência para todos os países industrializados e para cinquenta economias em desenvolvimento. Baseado em dezesseis características legais divididas em quatro grupos: importância da estabilidade de preços comparada com outros indicadores da economia como desemprego, a responsabilidade da política monetária, mandato dos funcionários do Bacen, definindo como é escolhido, possibilidade de demissão e as limitações na possibilidade do governo se financiar através do Bacen.

Portanto, cada índice tem a sua forma diferente de medir a independência ao estabelecer parâmetros distintos. Isto poderia significar uma ausência de um conceito



homogêneo de independência, o que tornaria as conclusões com relação a inflação possivelmente equivocados e infundadas.

Uma forma de testar isso é regredindo os principais índices de independência entre si e verificando os seus coeficientes de correlação. No gráfico 1, comparamos os índices de Alesina, o de Cukierman-Webb-Neyapti e o de Grilli-Masciandaro-Tabellini e todos apresentam correlação significativa. Assim, isso mostra que eles convergem quanto ao conceito de independência, apesar de usarem critérios diferentes.

O teste feito, contudo, não justifica as diferentes posições dos países nos ranks. Assim, para verificar a coesão entre eles, faz-se o mesmo teste de correlação, mas agora com base de dados formada pelas posições dos países nos ranks, sendo mostrado no gráfico 2, que permanecem significantes.

Assim, as diferenças entre os índices são relacionadas ao caráter subjetivo, fazendo com que os resultados não sejam homogêneos, o que não tira a razoabilidade dos seus resultados como índices de independência.

#### **4.1. Modelo de Cukierman**

Em relação a defesa da independência do banco central, Cukierman apresenta-se como um dos mais importantes autores a criar uma forma de medição da independência dessas autoridades. Assim, em seu artigo *Measuring the Independence of Central Banks and its Effects on Policy Outcomes*, ele prova a existência de uma correlação negativa entre independência e inflação.

Cukierman se utiliza de dezesseis perguntas separadas em quatro partes para medir a independência legal de cada banco central. Numa parte questiona-se a formação da equipe do banco central e, assim, verifica-se como são escolhidos os integrantes, se há a possibilidade de demissão pelo Executivo, se pode possuir ao mesmo tempo cargo em outra instituição do governo e qual a duração desse mandato.

Para essas perguntas, de acordo com o questionário de Cukierman, um banco central independente é aquele no qual o seu presidente possui mandato longo e no qual o governo possui pouco poder de escolha e de demissão sobre os integrantes do board.

O segundo tema é sobre como é decidida a política monetária, sendo importante saber quem decide e se há a presença do governo nas decisões orçamentárias. Com isso, o melhor seria quanto menor for a intervenção do Estado sobre suas contas e no processo decisivo.

Outro tema é a definição do objetivo do banco central, verificando a existência de outras metas a serem buscadas, além da estabilidade de preços, além do quarto tópico que é relacionado as limitações e impedimentos de empréstimos ao governo.

Assim, para Cukierman, o banco central mais independente possui objetivo de estabilidade de preços em lei, sendo estabelecido claramente como principal e único foco. Além disso deve haver limites dos empréstimos ao governo, conseguindo avaliar o nível de facilidade através das maturidades e taxas cobradas no empréstimo, sendo mais independente quanto mais próximo das taxas de mercado e menores a maturidade forem.

Com essas informações, monta-se uma escala que vai de zero, como o menos independente, a um, como o mais independente, para cada questão analisada.

Contudo, além da análise dos aspectos legais, Cukierman mostra a relevância da análise de indicadores informais dado que as leis são incompletas e deixam espaço para interpretação, podendo a realidade ser significativamente diferente do escrito em lei.

Assim, ele utiliza dois indicadores como base: a freqüência na mudança de seus dirigentes e um questionário enviado para especialistas de diversos países abordando a relação entre Banco Central e o governo.

O primeiro indicador representa a idéia de quanto mais rápida a mudança, menor é o nível de independência, pois essa rapidez na mudança faz os dirigentes mais suscetíveis às pressões do executivo. Assim, pode-se interpretar as mudanças como a demissão daqueles que não seguiram as ordens do governo, além de que com a permanência mais curta no poder, há o viés de uma política mais ligada ao curto prazo do que a visão de longo prazo relacionada a inflação.

Contudo, ele ressalta a possibilidade de um presidente permanecer a frente de um banco central por muito tempo sem isso representar a independência, pois ele pode ser simplesmente representante dos interesses do governo e, por isso, estar estável por tanto tempo no poder.

Para consertar esse problema na medição do índice, usa-se outro indicador baseado num questionário a especialistas. Assim, algumas perguntas envolvem até mesmo questões similares aos abordados na independência legal, mas, dessa vez, o foco é na prática, ou seja, o objetivo é analisar como o banco central é na realidade e não como é colocado em lei.

Obviamente, um questionário é baseado num fator subjetivo não constante entre os especialistas que o respondem, mas o grande objetivo das perguntas é satisfeito no

sentindo de permitir identificar divergências entre a independência legal e a real. Isso se torna necessário, pois a independência legal pode ser bem diferente da independência *de facto*, devido a outros fatores como personalidades, ideologias e alianças políticas, que influenciam o nível de força do banco central, mas que variam ao longo do tempo e não são ligada aos aspectos legais.

#### 4.2. Inflação e Independência

Cukierman através de seu índice procura verificar a existência de uma relação negativa entre inflação e independência do banco central.

Para ele, a independência legal não é condição necessária nem suficiente para gerar inflação baixa, mas enquanto as outras variáveis forem constantes, maior independência terá menor inflação. Isso pode ser visto pelo fato de que alguns países com elevada inflação possuem níveis de independência abaixo da média como Argentina e Nicaragua.

Por causa disso, ele regressará a inflação sobre diversas variáveis representativas da independência, considerando, assim, os questionários dos especialistas e a frequência de rotatividade dos presidentes do banco central.

Para isso, a inflação usada é gerada pela divisão da inflação anual pela inflação mais um, de forma a reduzir a distorção gerada por países com taxas de inflação muito altas, de forma a reduzir a heterocedasticidade do erro:

$$D = \pi / (1 + \pi)$$

Para os países industriais, a independência legal é significativa, mostrando que nesses países, a lei é realmente relevante, sendo menor a inflação quanto maior a independência presente em lei ao reduzir a pressão política sobre os dirigentes.

Enquanto para os países em desenvolvimento, a frequência de rotatividade dos presidentes do banco central é significativa como uma proxy da estabilidade dos dirigentes do banco central no poder e da pressão que sofrem dos governantes. Porém, a independência legal não mostra significância, podendo-se concluir que há uma distanciação maior entre a independência real e a defendida legalmente.

Uma observação relevante em relação a busca pela causalidade entre as variáveis é a possibilidade de causalidade reversa e não apenas uma relação negativa e direta como mostrado nos resultados das regressões acima, pois menor independência

contribui para uma maior inflação e esta pode ajudar a reduzir o poder do banco central, aumentando o poder de intervenção do Estado.

“The inclusion of turnover in the construction of an index of central bank independence improves the ability of this index to predict cross-country variations in inflation. Argentina and Brazil would have been ranked as 55th and 29th from the top in legal independence alone, instead of 71st and 69th in the overall index of independence. The large change of rankings reflects the effect of the turnover variable, which is very high for Argentina and Brazil.” (Cukierman)

## 5. O Caso Brasileiro

A economia brasileira foi marcada pelo descontrole inflacionário na década de 80 até meados da década de 90, só sendo o ciclo inflacionário interrompido com Plano Real em 1994.

Diversos argumentos existem para justificar o aumento do grau de independência no período pós-real, sendo eles o uso de um novo regime cambial que criou o ajuste automático para a oferta de moeda, reduzindo o problema da inconsistência temporal, além do real ter tido a sua emissão limitada por lei com garantia nas reservas estrangeiras no mesmo volume em circulação, o que demonstrava o objetivo de evitar grandes emissões de forma a impossibilitar o retorno da inflação. Além disso, também se argumenta o uso de metas inflacionárias de forma a reduzir a incerteza dos agentes e concentrar o foco do objetivo do banco central no combate a inflação. Essas metas auxiliaram no aumento a independência ao dar maior liberdade na definição das metas, a partir do momento que não seriam mais fixadas por lei, mas decididas por programação monetária trimestral no Conselho Monetário Nacional, de acordo com o art. 6º, lei nº 9.069. Além disso, a introdução das metas aumentou a transparência ao definir o objetivo como a estabilização dos preços.

Outra questão relevante foi a redução na rotatividade dos presidentes do banco central, o que vem a mostrar uma redução do risco de inconsistência temporal, já que reduz-se a possibilidade de pressão política sobre os dirigentes da instituição.

Como mostrado no modelo de Cukerman, a rotatividade é um bom indicador da independência em países em desenvolvimento ao permitir um julgamento melhor do comportamento real do banco central do que a simples análise do escrito em lei, que nesses países chega a se afastar de forma relevante da prática.

Assim, a redução da rotatividade que apresenta seu apogeu no segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso poderia representar um aumento da independência, mas como já visto, essa relação entre rotatividade e independência não é tão clara, pois pode haver uma permanência tão grande no poder por ser seguidor do Executivo, não havendo embates.

Atualmente, o Banco Central possui autonomia patrimonial e operacional, mas ainda falta a autonomia administrativa com a definição de mandatos fixos para seus Diretores para alcançar a sua independência.

Com essa limitação, cada vez mais surge movimentos em prol da independência, ganhando destaque com a lei nº 8.800 de 1994, que estabelece o Programa de Estabilização econômica.

Outro momento marcante também foi o discurso de posse de Antonio Palocci em 2003 anunciando que enviaria ao Congresso proposta para aumento da independência do Bacen, além da carta enviada ao FMI por este:

“A política fiscal tem se concentrado na redução da dívida pública: a Lei de Diretrizes Orçamentárias, enviada ao Congresso, aumenta a meta de superávit primário de médio prazo para 4,25 por cento do PIB. Além disso, a emenda constitucional que facilita a regulação do setor financeiro – um passo necessário à formalização da autonomia operacional do Banco Central – foi aprovada (Ministério da Fazenda, 2003: 1).”

Portanto, o Banco Central brasileiro já possui vitórias relevantes no campo da independência como a proibição de financiamento seja de forma direta ou indireta do Tesouro pelo Banco Central de acordo com o art. 164 da Constituição Federal. Contudo, há ainda questões a serem mudadas.

Há a necessidade de um mandato idealmente em lei, que defina claramente o objetivo de estabilidade da inflação, além de mandatos fixos e não coincidentes com o Presidente da República como já feito no Chile e no México, além de atribuir ao Banco Central responsabilidade na concepção e execução da política monetária.

Outra questão é a composição do Conselho Monetário Nacional formado pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e presidente do Banco Central como órgão definidor da política monetária e metas da inflação. Assim, essa composição mistura a ala monetária da fiscal, representada pelos ministros, escolhidos pelo presidente da República, além de ser instituição subordinada ao presidente, não havendo o distanciamento necessário para a independência.

Como já comentado, uma das grandes mudanças já feitas foi o fim de um entrave jurídico para a regulamentação do sistema financeiro nacional gerado pelo art. 192 da constituição, permitindo a regulamentação de sua independência em diversas legislações complementares e não apenas em uma.

Dentre os modelos de banco independente, ele poderia agir similarmente a uma agência reguladora, sendo estabelecidos mandatos fixos, o que sofre críticas também, pois haveria ausência de controle sobre entidade sem legitimidade democrática. Em compensação, a independência poderia levar a uma redução do risco-país e, assim,

redução do custo de capital e valorização dos ativos brasileiros diante do cenário internacional.

### **5.1. Independência e Inflação no Brasil**

Após entender a evolução da independência no país, analisaremos os dados para saber se o aumento de independência tem efeito sobre a redução da inflação

Como a inflação alcançou níveis tão altos com valores acima de três dígitos, seguindo o cálculo de Cukierman, a inflação será calculada com a divisão entre a inflação e a soma desta com um. Esse tipo de cálculo, de acordo com ele, reduz a heterocedasticidade do erro, tornando o estimado mais eficiente. A diferença nos dois valores de inflação se encontra no gráfico 3.

A inflação usada tem como fonte os dados do IPCA anual, aparecendo juntamente com a frequência de rotatividade dos presidentes, dado vindo do site do Banco Central e de grau de independência (CBBI) no gráfico 4.

Assim, de acordo com Cukierman seria esperado sendo o Brasil um país em desenvolvimento, inflação tivesse correlação com a frequência de rotatividade, mas não haveria evidências de uma relação com a independência. Isso não ocorre na nossa regressão, mostrada no gráfico 5, no qual ambas as variáveis tem coeficientes significativos com os sinais esperados, pois de acordo com a teoria, um aumento da rotatividade levaria a um nível inflacionário maior como uma proxy para a ausência de independência e maior pressão do executivo sobre a autoridade monetária e, assim, um coeficiente positivo. Enquanto, na relação com nível de independência espera-se que quanto maior, menor o nível inflacionário, tendo coeficiente negativo.

Como a partir de 1994, muitas medidas foram tomadas com o Plano Real, além do aumento do grau de independência, havendo uma maior preocupação real com a inflação, reduzindo os gastos do governo e montando um cenário propício a redução da inflação. Assim, para se concluir algo sobre a relação entre independência e inflação será feita a regressão apenas com os dados até 1993.

No gráfico 6, mostra-se que os coeficientes perdem a significância e passam a ter sinal não condizente com a teoria econômica, mostrando a existência de viés na regressão anterior, ou seja, correlação entre erro e variável independente devido aos efeitos da mudança gerada pelo Plano Real, que como aumentou o nível de

independência, fez com que o coeficiente dessa variável fosse significativo na regressão incluindo a época do Plano Real.

Com isso, não pode se afirmar a existência de uma relação de causalidade entre as variáveis. Para confirmar a impossibilidade de afirmar essa causalidade, faremos a regressão com defasagens das variáveis independentes e apenas a defasagem de primeira ordem é significativa para intervalo anterior do Plano Real, de acordo com o gráfico 7. A relação com a defasagem faz sentido dado que há um tempo de defasagens dos efeitos sobre a inflação. Assim, esse resultado está de acordo com o defendido por Cukierman que afirma que países em desenvolvimento, inflação tem correlação significativa apenas com a rotatividade e não com o índice de independência.



## **6. Conclusão**

Com a análise feita acima, conclui-se que a independência não é condição suficiente nem necessária para assegurar a estabilidade dos preços, sendo fundamentais políticas consistentes tanto do governo com disciplina fiscal quanto do Banco Central de forma a que todos que possam influenciar no nível de preços tenham o comprometimento devido. Assim, não há evidência empírica forte de que o aumento da independência seja o mais favorável.

Além disso, mesmo que seja um fator positivo, a sua existência demanda certos elementos complicados para a realidade brasileira como a unicidade orçamentária, que há três orçamentos, o fiscal, monetário e o das estatais, sendo extremamente complicado alterações legislativa em favor dessa medida.

Outra questão é o estabelecimento de mandatos dos diretores não coincidentes com o do presidente da República com mandatos fixos e a estrutura de decisão política baseada no Conselho Monetário Nacional sob poder do presidente da República, além da necessidade para a independência de uma gestão transparente.

Assim, muita mudança estrutural é necessária para a economia brasileira alcançar a sua independência sem a certeza de que essas alterações irão gerar os resultados positivos esperados, pois isso depende de uma mudança no cenário político do governo de gastos desenfreados.

**Tabelas:****Gráfico 1**

	<u>AS</u>	<u>AS rank</u>	<u>CWN</u>	<u>CWN rank</u>	<u>GMT</u>	<u>GMT rank</u>
Alemanha	4.0	1	0.69	1	13	1
Austrália	2.0	4	0.36	6	9	4
Bélgica	2.0	4	0.17	13	7	6
Canadá	2.5	3	0.45	5	11	3
Dinamarca	2.5	3	0.50	3	8	5
Espanha	1.5	6	0.23	11	5	8
França	2.0	4	0.24	10	7	6
Itália	1.8	5	0.25	9	5	8
Japão	2.5	3	0.18	12	6	7
Noruega	2.0	4	0.17	13	6	7
Nova Zelândia	1.0	7	0.24	10	3	9
Reino Unido	2.0	4	0.27	8	6	7
Suécia	2.0	4	0.29	7	6	7
EUA	3.5	2	0.48	4	12	2
Suíça	4.0	1	0.64	2	12	2

Model 1: OLS, using observations 1-15  
Dependent variable: GMT

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.29634	1.00306	0.2954	0.77233	
AS	3.16468	0.402163	7.8691	<0.00001	***
Mean dependent var	7.733333	S.D. dependent var		3.011091	
Sum squared resid	22.02426	S.E. of regression		1.301604	
R-squared	0.826490	Adjusted R-squared		0.813143	
F(1, 13)	61.92343	P-value(F)		2.68e-06	
Log-likelihood	-24.16479	Akaike criterion		52.32957	
Schwarz criterion	53.74567	Hannan-Quinn		52.31449	

Model 2: OLS, using observations 1-15  
Dependent variable: CWN

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	-0.0422076	0.0734336	-0.5748	0.57526	
AS	0.164344	0.0294422	5.5819	0.00009	***
Mean dependent var	0.344000	S.D. dependent var		0.169234	
Sum squared resid	0.118042	S.E. of regression		0.095290	
R-squared	0.705601	Adjusted R-squared		0.682955	
F(1, 13)	31.15771	P-value(F)		0.000089	
Log-likelihood	15.05164	Akaike criterion		-26.10327	

Schwarz criterion	-24.68717	Hannan-Quinn	-26.11836
-------------------	-----------	--------------	-----------

Model 5: OLS, using observations 1-15  
Dependent variable: GMT

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	2.46043	0.954353	2.5781	0.02294	**
CWN	15.3282	2.50568	6.1174	0.00004	***
Mean dependent var	7.733333	S.D. dependent var		3.011091	
Sum squared resid	32.72614	S.E. of regression		1.586630	
R-squared	0.742179	Adjusted R-squared		0.722346	
F(1, 13)	37.42249	P-value(F)		0.000037	
Log-likelihood	-27.13501	Akaike criterion		58.27002	
Schwarz criterion	59.68612	Hannan-Quinn		58.25493	

## Gráfico 2

Model 1: OLS, using observations 1-15  
Dependent variable: CWN\_rank

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	1.51071	1.97352	0.7655	0.45765	
AS_rank	1.66071	0.49441	3.3590	0.00513	***
Mean dependent var	7.600000	S.D. dependent var		3.978514	
Sum squared resid	118.6357	S.E. of regression		3.020898	
R-squared	0.464640	Adjusted R-squared		0.423459	
F(1, 13)	11.28274	P-value(F)		0.005131	
Log-likelihood	-36.79413	Akaike criterion		77.58827	
Schwarz criterion	79.00437	Hannan-Quinn		77.57318	

Model 2: OLS, using observations 1-15  
Dependent variable: GMT\_rank

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.523214	0.807732	0.6478	0.52842	
AS_rank	1.34821	0.202355	6.6626	0.00002	***
Mean dependent var	5.466667	S.D. dependent var		2.503331	
Sum squared resid	19.87321	S.E. of regression		1.236410	
R-squared	0.773482	Adjusted R-squared		0.756057	
F(1, 13)	44.39048	P-value(F)		0.000016	

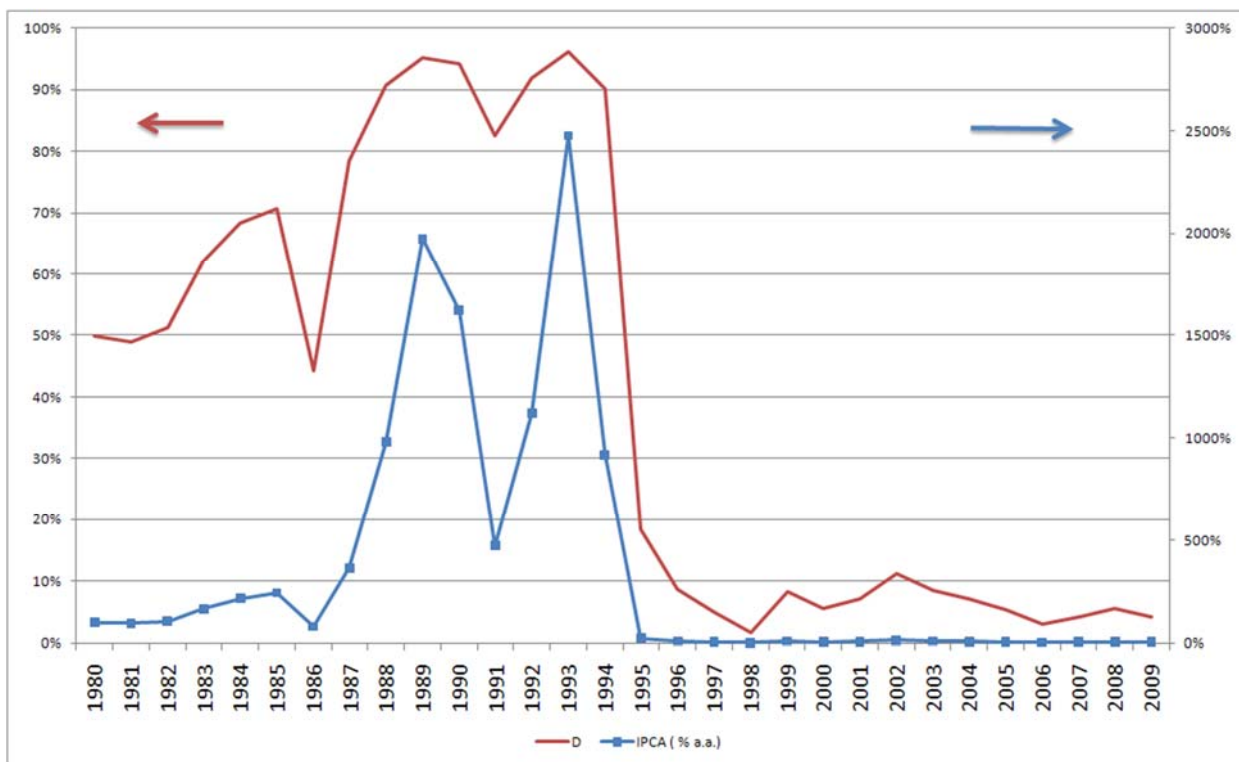
Log-likelihood	-23.39400	Akaike criterion	50.78800
Schwarz criterion	52.20410	Hannan-Quinn	50.77291

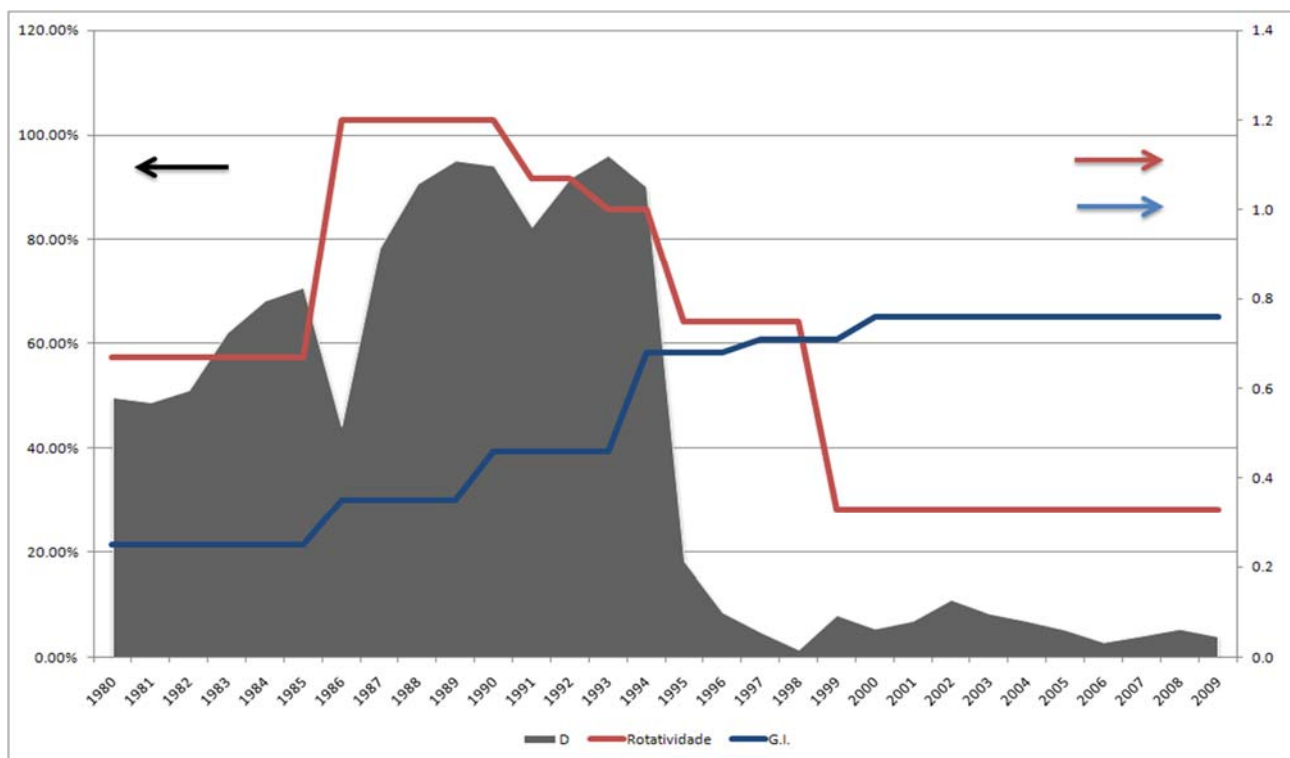
Model 3: OLS, using observations 1-15  
 Dependent variable: GMT\_rank

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.523214	0.807732	0.6478	0.52842	
AS_rank	1.34821	0.202355	6.6626	0.00002	***

Mean dependent var	5.466667	S.D. dependent var	2.503331
Sum squared resid	19.87321	S.E. of regression	1.236410
R-squared	0.773482	Adjusted R-squared	0.756057
F(1, 13)	44.39048	P-value(F)	0.000016
Log-likelihood	-23.39400	Akaike criterion	50.78800
Schwarz criterion	52.20410	Hannan-Quinn	50.77291

**Gráfico 3**



**Gráfico 4****Gráfico 5**

Model 1: OLS, using observations 1980-2009 (T = 30)  
Dependent variable: D

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.322582	0.17899	1.8022	0.08268	*
Rotatividade	0.65522	0.125548	5.2189	0.00002	***
G_I_	-0.67335	0.197634	-3.4070	0.00207	***
Mean dependent var	0.406082	S.D. dependent var	0.368486		
Sum squared resid	0.858526	S.E. of regression	0.178318		
R-squared	0.781972	Adjusted R-squared	0.765822		
F(2, 27)	48.41867	P-value(F)	1.17e-09		
Log-likelihood	10.73789	Akaike criterion	-15.47577		
Schwarz criterion	-11.27218	Hannan-Quinn	-14.13101		
rho	0.461948	Durbin-Watson	1.065547		

**Gráfico 6**

Model 2: OLS, using observations 1980-1993 (T = 14)  
Dependent variable: D

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.180867	0.160163	1.1293	0.28281	
Rotatividade	0.08919	0.243363	0.3665	0.72095	
G_I_	1.37929	0.672087	2.0523	0.06472	*
Mean dependent var	0.731695	S.D. dependent var		0.192676	
Sum squared resid	0.217844	S.E. of regression		0.140727	
R-squared	0.548616	Adjusted R-squared		0.466546	
F(2, 11)	6.684734	P-value(F)		0.012589	
Log-likelihood	9.276108	Akaike criterion		-12.55222	
Schwarz criterion	-10.63504	Hannan-Quinn		-12.72968	
rho	0.056533	Durbin-Watson		1.838853	

**Gráfico 7**

Model 3: OLS, using observations 1983-1993 (T = 11)  
Dependent variable: D

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.280282	0.0892492	3.1404	0.08819	*
Rotatividade	-0.411765	0.145269	-2.8345	0.10519	
Rotatividade_1	0.934676	0.18061	5.1751	0.03537	**
Rotatividade_2	-0.13474	0.182188	-0.7396	0.53659	
Rotatividade_3	0.0889896	0.179026	0.4971	0.66840	
G_I_	-0.0896869	0.572811	-0.1566	0.88996	
G_I__1	-1.54576	0.656316	-2.3552	0.14268	
G_I__2	1.94629	0.668458	2.9116	0.10049	
G_I__3	-0.028315	0.679772	-0.0417	0.97056	
Mean dependent var	0.795008	S.D. dependent var		0.166307	
Sum squared resid	0.003970	S.E. of regression		0.044554	
R-squared	0.985646	Adjusted R-squared		0.928228	
F(8, 2)	17.16617	P-value(F)		0.056193	
Log-likelihood	27.98932	Akaike criterion		-37.97864	
Schwarz criterion	-34.39759	Hannan-Quinn		-40.23600	
rho	-0.037452	Durbin-Watson		1.460686	

**Recursos Bibliográficos:**

Acemoglu, Daron, Simon Johnson, Pablo Querubin and James A. Robinson (2008). “When Does Policy Reform Work? The Case of Central Bank Independence”, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 14003

Alesina, Alberto & Summers, Lawrence H. (1993) “Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence.

Cukierman, Alex. “Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions - Past Present and Future”

Cukierman, Alex & Webb, Steven B. & Neyapti, Bilin (1992). “Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes”.

Corazza, Gentil. “O Banco Central do Brasil: evolução histórica e institucional”

Franco, Gustavo H. “Uma longa adolescência: Fases da história monetária brasileira.”

Franco, Gustavo H. “Circumstances and institutions: Notes on monetary policy in Brazil in the last 14 years.”

Franco, Gustavo H. “A independência, o muro, e os “imexíveis”.”

Loyola, Gustavo. “A autonomia do Banco Central e a sucessão presidencial.”

Loyola, Gustavo. “CMN não é Congresso.”

Mendonça, Helder Ferreira. “Independência do Banco Central e Coordenação de Políticas: Vantagens e Desvantagens de Duas Estruturas para Estabilização”

Mendonça, Helder Ferreira. “A mensuração do grau de independência do Banco Central: uma análise de suas fragilidades”

Peres, Selene & Nunes, Ricardo da Costa. “A Proposta de Independência do Banco Central no Brasil: uma visão crítica.”

Pereira, Eliacir Marques. “Autonomia do Banco Central -. Subsídios para a discussão.”

Sicsú, João. “A tese da independência do Banco Central e a estabilidade de preços: uma aplicação do método Cukierman à história do FED.”

Senna, José Júlio. “Política Monetária: Idéias, experiências e evolução.”

Saddi, Jairo. “O Poder e o Cofre: Repensando o Banco Central”

Taylor, Matthew. “Institutional development through policy-making: a case study of the Brazilian Central Bank”

Vittorio Grilli, Donato Masciandaro and Guido Tabellini. “Institutions and policies.”