

## O PRINCÍPIO DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL: DEFINIÇÕES E ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO<sup>1</sup>

**Paulo Augusto P. de Britto**

PhD em Economia, University of Illinois at Urbana-Champaign, EUA.

Professor Adjunto II da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação - FACE

Universidade de Brasília – UnB

E-mail: pbritto@unb.br

**Resumo:** Este artigo revisita os argumentos acerca da credibilidade da política monetária e sua relação com a independência do banco central a luz da questão do problema da inconsistência intertemporal da política monetária. O artigo analisa a estrutura da autoridade monetária no Brasil, argumentando que a independência do Banco Central do Brasil é fraca, pois o Poder Executivo possui meios de interferir em suas decisões. Esse fato, acrescido da subordinação do Banco Central ao Conselho Monetário Nacional deixa dúvidas sobre a credibilidade da política monetária. Por fim, o artigo propõe medidas para elevar a credibilidade do Banco Central do Brasil.

**Palavras-chave:** Independência do banco central, política monetária, inconsistência dinâmica, credibilidade, autoridade monetária no Brasil.

### **The Central Bank Independence: Definitions and Analysis of the Brazilian Case.**

**Abstract:** *This paper reviews the main arguments concerning credibility theory applied to monetary policy. This is done by reviewing the issue of time inconsistency of monetary plans and the ways to deal with it. Then, the paper presents an analysis of the monetary authority in Brazil, arguing that the economic independence of the Brazilian Central Bank is weak. This and the politically dependent National Monetary Council undermine the credibility to the monetary policy plans in Brazil. At the end, the paper proposes measures to increase the Central Bank credibility.*

**Key words:** *central bank independence, monetary policy, dynamics inconsistency, credibility, Brazilian monetary authority*

**JEL:** E58

---

<sup>1</sup> Recebido em 07/02/2011. Liberado para publicação em 28/05/2012.

## Introdução

A discussão sobre a independência do Banco Central do Brasil voltou a ocupar espaços públicos de discussão no país durante a campanha presidencial de 2010 e após a eleição do novo Presidente da República, quando passou a se discutir os prováveis nomes para ocupar o cargo de Presidente do Banco Central do Brasil. O caráter cíclico da discussão desse tema não ocorre aleatoriamente, mas segue o calendário político eleitoral e os períodos de aperto da política monetária, conforme a experiência recente demonstra. A própria existência desse caráter cíclico na discussão da independência do Banco Central do Brasil ilustra o fato de que a atual autonomia operacional que o órgão possui é delegada pelo Presidente da República e não garantida por lei.

Existe consenso de que a política monetária é parte integrante da política macroeconômica e, como tal, deve corroborar seus objetivos de promoção do crescimento e do desenvolvimento econômico, de criação de postos de trabalho, de redução das disparidades entre as rendas médias de grupos econômicos, entre outros.

Não há razoável consenso, contudo, sobre a forma como a política monetária deve contribuir para os objetivos listados. Ainda assim, parece claro que o seu papel deve ser intermediário, através da promoção e da manutenção da estabilidade financeira e monetária na economia — um ambiente no qual os objetivos de política macroeconômica possam ser atingidos.

Parece claro, ainda, que a estabilidade da moeda e do sistema financeiro não permite, por si só, que os objetivos macroeconômicos sejam realizados. Todavia, nenhum daqueles objetivos poderá ser conquistado de forma sustentável no longo prazo em um ambiente de instabilidade monetária e financeira. O banco central, na qualidade de executor da política monetária, tem como função precípua a promoção da estabilidade da moeda e do sistema financeiro.

Para que possa cumprir sua função, o banco central deve perseguir a estabilidade monetária e financeira num horizonte relativamente longo. A estabilidade monetária deve ser perseguida, por exemplo, mesmo em fases contracionistas dos ciclos econômicos reais e independentemente dos ciclos políticos. Para tanto, o banco central deve gozar de certa independência.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Definições de independência e/ou autonomia do banco central são discutidas na seção 5.

O estudo está assim estruturado: na seção 2 se discorre sobre a estabilidade monetária e os objetivos de política macroeconômica; na seção 3 se discute a inconsistência dinâmica, ou temporal, na condução de política monetária; e a seção 4 apresenta opções para se lidar com a inconsistência dinâmica. A seção 5 apresenta as definições de independência política e econômica, ou autonomia, do banco central e discute sob a ótica teórica a relação entre independência do banco central e a estabilidade monetária e financeira, enquanto que a seção 6 resume a evidência empírica da independência do banco central e o desempenho macroeconômico. A seção 7 apresenta uma discussão sobre o Sistema Financeiro Nacional e a independência da autoridade monetária no Brasil. A seção 8 conclui o trabalho e traz sugestões de política.

## **1. Estabilidade monetária e financeira e os objetivos de política macroeconômica**

Em primeiro lugar deve-se observar que economias de mercado são baseadas no uso intensivo da moeda como unidade de conta, meio de troca e reserva de valor. Quando a moeda tem seu poder de compra alterado rapidamente - e de forma não antecipada pelos agentes econômicos - ela deixa de preencher essas funções básicas.

Outro argumento para a estabilidade tem por base as desvantagens produzidas por uma inflação elevada. Inflação elevada distorce a alocação de recursos e favorece investimento em ativos de *hedge* não produtivos. Inflação também desencoraja poupança, gerando maior consumo e pressão da demanda agregada sobre os preços. Reduz ainda a competitividade do setor produtivo local em relação aos produtores estrangeiros. Na questão distributiva, a inflação exacerba a concentração de renda em favor dos grupos mais ricos. Por fim, a inflação implica em menor crescimento econômico de longo-prazo e, conseqüentemente, na sustentação dos níveis de emprego e de renda da economia.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Frequentemente, se usa o argumento baseado na Curva de Philips de que, a partir de uma taxa de inflação baixa, elevações naquela taxa acabariam por estimular a economia e gerar crescimento econômico. Em que pese esse argumento possuir méritos, o crescimento gerado teria um alcance de curto prazo e que, eventualmente, a aceleração inicial da inflação sairia de controle, permanecendo em patamares elevados no longo prazo. Esse argumento será desenvolvido na próxima seção, onde se discute o papel desempenhado pelos políticos e pelos ciclos eleitorais na condução da política monetária.

## 2.1 O principal objetivo do Banco Central

O principal objetivo do banco central deve ser o de promover e manter poder de compra da moeda e a estabilidade do sistema financeiro e, assim, contribui para os objetivos de política macroeconômica. A manutenção do poder de compra da moeda, ou estabilidade dos preços, é obtida quando alterações no nível geral de preços não afetam o processo de decisão dos agentes econômicos.<sup>4</sup>

A estabilidade do sistema financeiro é obtida quando existe um elevado grau de confiança em instituições financeiras chave, de forma que os agentes econômicos acreditam que suas necessidades de caixa serão atendidas pelo sistema financeiro como um todo. A estabilidade do sistema financeiro diz respeito, portanto, à conquista de risco sistêmico suficientemente baixo.

Esses dois elementos de estabilidade monetária e financeira, quais sejam, inflação baixa e confiança no sistema financeiro, estão fortemente relacionados. A falha em manter um dos elementos implica em um ambiente incerto em relação ao outro. Por exemplo, uma taxa de inflação elevada pode conduzir a uma política monetária restrita, taxas de juros elevadas, aumento das operações de crédito com risco mais elevado e, conseqüentemente, quebra de bancos no sistema financeiro. Por outro lado, a quebra de bancos pode enfraquecer os mecanismos de transmissão da política monetária e, assim, provocar alterações não desejadas no nível geral de preços.

Para atingir esses objetivos de política monetária, o banco central emprega seus instrumentos de forma a influenciar variáveis nominais, tanto em nível como em taxa. Exemplos de variáveis nominais sob influência da política monetária são níveis de preços, de meios de pagamento, da taxa de câmbio, do PIB nominal; e as taxas de juros nominais, de crescimento dos agregados monetários, de variação do câmbio e de crescimento do PIB nominal. Por outro lado, os efeitos da política monetária sobre variáveis reais, quando ocorrem, são de curto prazo e incertos.

Dessa forma, parece óbvio que o banco central deve controlar as variáveis nominais ao cumprir sua função de promoção de um ambiente econômico estável no

---

<sup>4</sup> O processo decisório dos agentes econômicos é materialmente distorcido quando suas percepções quanto aos preços relativos são afetadas por alterações não antecipadas na quantidade de moeda. Para mais detalhes sobre os efeitos da condução da política monetária sobre o comportamento decisório dos agentes ver Britto (2005).

qual os agentes privados obtêm sinais apurados que lhes permitam alocar os recursos de forma eficiente.<sup>5</sup>

## **2. A Condução da Política Monetária – Inconsistência Dinâmica**

Em períodos de relativa estabilidade econômica com inflação baixa os políticos e os formuladores de política econômica, e até mesmo o público em geral, se tornam mais condescendentes com a inflação. Isso devido à crença de uma curva de Philips de curto-prazo, segundo a qual uma elevação dos preços gera um aquecimento da atividade econômica.

A idéia por detrás de curva de Philips é a de que os agentes econômicos são induzidos a trabalhar mais e produzir mais sempre que as taxas de elevação dos salários e preços são superiores às expectativas que as pessoas formaram, sobre essas taxas, no passado recente. Nessa hipótese, uma aceleração da inflação gerada por uma expansão dos agregados monetários, ou por uma queda na taxa de juros nominal, em magnitudes superiores àquelas esperadas irá gerar crescimento econômico. Seguindo essa lógica, como destacam Kydland e Prescott (1977), o banco central tenderia a se desviar da política econômica ótima de longo-prazo para responder a um processo recessivo com uma expansão monetária. Na mesma linha, Nordhaus (1975) afirma que a política monetária seria expansionista nos períodos que antecedem as eleições e contracionista nos primeiros anos de um mandato.

Note, contudo, que a expansão monetária somente impulsionaria a economia se fosse superior às expectativas. Em outras palavras, a política econômica somente poderia gerar crescimento se os agentes econômicos se enganassem sistematicamente ao formular suas expectativas de inflação. Essa hipótese é pouco plausível dado que as pessoas poderiam entender a natureza geral da política econômica e, assim, ajustar suas expectativas de inflação. Nesse caso, uma política monetária expansionista produziria mais inflação elevada e variável.

O efeito negativo também está presente no outro sentido: se o banco central gera uma expansão monetária menor da esperada pelas as pessoas, a atividade econômica se reduzirá. Nesse caso, o banco central se vê compelido a validar as crenças para evitar uma recessão.

---

<sup>5</sup> Essa idéia passou a ser bastante difundida com a adoção de regimes de metas de inflação em vários países, a partir do final da década de 80.

### **3. Lidando com a Inconsistência Dinâmica**

#### **3.1. Adoção de Regras de Política Monetária**

A teoria da inconsistência dinâmica do tipo desenvolvido por Kydland e Prescott (1977) e por Barro e Gordon (1983) e resumida acima propõe a adoção de uma regra formal de comportamento para a autoridade monetária como forma de lidar com o problema da inconsistência temporal. São exemplos de regras formais em política monetária a adoção de uma taxa fixa de crescimento dos agregados monetários (Friedman, 1968) ou de uma taxa fixa de conversibilidade da moeda com o ouro.

A força, ou credibilidade, do compromisso depende de sua forma. Simples promessas são, obviamente, mais fracas do que estatutos, leis ou emendas constitucionais. Em qualquer um desses contextos, o peso do compromisso – isso é, a penalidade imposta em caso de descumprimento – depende da percepção da sociedade quanto à severidade da transgressão.

Essa abordagem da política monetária possui alguns problemas. O primeiro problema, de caráter normativo, consiste na impossibilidade de se desenhar um conjunto de regras suficientemente completo a ponto de indicar o comportamento da autoridade monetária em todas as circunstâncias possíveis. Nesse caso, haverá de ocorrer circunstâncias onde o desvio da regra possa produzir resultados superiores para a economia, mas sua adoção não é possível devido à ausência de previsão. O segundo problema é de caráter positivo dada a constatação de inflação baixa em países que não adotam regras explícitas de política monetária – Estados Unidos nos anos 50 e no início dos anos 90 e a Alemanha no pós-guerra. Essa observação indica a existência de outras formas alternativas para se contornar a inconsistência dinâmica sem o emprego de regras.

#### **3.2. Delegação a um agente conservador**

Como alternativa para superar a rigidez na adoção de regras de política monetária e o problema do comprometimento quando o instituto legal que estabelece a regra é frágil, Rogoff (1985) propôs a delegação da condução da política monetária a um agente cujas preferências relativas sobre inflação e produto sejam diferentes das preferências do público

A proposição de Rogoff parte da observação de que tanto a inflação atual como a esperada são menores quando política monetária é controlada por alguém especialmente avesso à inflação. Ao se delegar a condução da política monetária a um agente que atribui maior peso as variações dos preços do que de outras variáveis macroeconômicas – e menos sensível ao custo de combater expectativas maiores de inflação – as expectativas de inflação futura caem.

Em equilíbrio, as inflações realizadas e esperadas serão iguais. O público compreende que um *policymaker* especialmente preocupado com inflação terá pouco desejo em perseguir um crescimento mais rápido do produto nacional. Contudo, essa proposição possui seus pontos fracos. O mais evidente é que um *policymaker* especialmente conservador em relação à inflação não irá responder otimamente a choques, o que implica na existência de um risco associado à escolha de alguém que entregue resultados melhores em termos de inflação média, mas piores em termos de respostas a distúrbios.

Dessa forma, deve existir um nível ótimo de conservadorismo, ou de aversão à inflação, que deve ser procurado no *policymaker*. Essa idéia também parece realista: em vários países a política monetária é determinada por bancos centrais - ao invés do governo central – conduzido por indivíduos notadamente avessos à inflação.

Outro ponto fraco dessa solução reside na representatividade do formulador da política monetária. Existe a crença de falta de legitimidade política de um agente cujas preferências são diferentes das preferências médias do público.

### 3.3. Formação de reputação

Para oferecer uma resposta a questão da falta de legitimidade e, ainda, contornar o problema da falta de flexibilidade na adoção de regras de política monetária, Barro (1986) discorreu sobre o papel de reputação da autoridade monetária no que diz respeito ao seu comportamento diante da inflação.

Segundo Barro, a política monetária não precisa, necessariamente, ser delegada a um agente com preferências mais conservadoras do que o público. Nesse contexto, a observação da condução da política monetária por um período suficientemente longo permitirá ao público extrair informação sobre o tipo da autoridade monetária, e tal informação acabará por moldar as expectativas de inflação futura por parte do público em geral.

Tal busca por informação por parte do público leva a autoridade monetária a se preocupar com a sua reputação. Se a inflação for mantida em patamares reduzidos, a autoridade monetária manterá o menu de opções de política monetária futura. Por outro lado, se a inflação atingir patamares elevados, a autoridade monetária ficará presa ao equilíbrio com inflação elevada e sem os supostos benefícios de curto-prazo sobre o emprego. Dessa forma, o menu de opções é maior quando inflação esperada é baixa, gerando incentivo para se perseguir políticas de garantam inflação baixa no presente.

Além disso, a análise implica que o efeito da reputação sobre a inflação será tanto maior quanto maior for o peso atribuído ao futuro. Da mesma forma, o impacto é maior quanto maior o período que o gestor da política monetária fica em seu cargo.

Na prática, a proposição de Barro parece ser robusta quando se observa que países com bancos centrais reconhecidamente mais preocupados com suas reputações em ser duro com a inflação e em ser confiável apresentam inflação mais baixa. Por fim, cabe destacar que isso somente tem razão em existir quando o público não tem certeza do tipo do banco central - se o público tivesse certeza de que o banco central não perdoa a inflação, o próprio banco central não teria a preocupação de mostrar isso ao público.

#### 3.4. Independência do Banco Central

Uma quarta forma de lidar com a inconsistência dinâmica consiste em se estabelecer um banco central formalmente independente do governo e, ao mesmo tempo, comprometido com a estabilidade financeira e monetária. Tal independência contribuiria para convencer o público de que os ciclos políticos não iriam interferir com a condução da política monetária favorecendo, portanto, a formação de expectativas de inflação baixa.

A principal virtude de se ter independência do banco central é que ele pode promover a reputação a custos menores. É por isso que, em geral, se identifica independência com autonomia para se perseguir o objetivo específico da inflação baixa. Qualquer mecanismo institucional que confira ao banco central capacidade para não se submeter a interesses políticos de curto-prazo, em detrimento dos objetivos de longo-prazo discutidos anteriormente, irá aumentar sua independência.

Além de atuar sobre as expectativas dos agentes, a independência do banco central pode impor restrições sobre o financiamento dos gastos do governo, o que

reduz a possibilidade de ocorrência de políticas fiscais expansionistas em períodos anteriores a eleições.

Essa solução contorna a questão da falta de rigidez das regras e elimina a necessidade de formação e manutenção de reputação pela autoridade monetária, dado que o seu comprometimento com a estabilidade monetária e financeira. Obviamente, como será discutido adiante, o tipo de lei que confere independência ao banco central importa.

O ponto negativo é, novamente, a questão da legitimidade – um banco central independente significa que as decisões sobre política econômica seriam tomadas por agentes não eleitos.

#### **4. Independência do Banco Central e estabilidade monetária e financeira**

A independência do banco central pode ser definida de várias formas. É comum se encontrar na literatura referências à independência e/ou à autonomia do banco central. A independência propriamente é a chamada independência política, enquanto que a autonomia é a chamada independência operacional. Conforme descrito abaixo, a independência política e a independência operacional (ou autonomia) possuem implicações diferentes.

##### 4.1. Tipos de Independência

###### *Independência Política*

A independência política diz respeito à possibilidade de o banco central escolher os objetivos finais de política monetária. Quanto mais livre para escolher os objetivos, mais independente é o banco central. Nesse sentido, a independência política é determinada pelo grau de liberdade que a diretoria do banco possui para definir aqueles objetivos sem interferência direta, ou indireta, do governo.<sup>6</sup> São aspectos determinantes da independência política:

(i) o procedimento adotado para se apontar os membros da diretoria do banco central;

---

<sup>6</sup> Um exemplo de ameaça indireta é a ameaça de destituição da diretoria do banco.

- (ii) o tamanho do mandato dos diretores do banco central;
- (iii) a relação entre o corpo de dirigentes e o governo; e
- (iv) as responsabilidades formais do banco central.

A relação dos três primeiros aspectos listados acima com a independência política do banco central é óbvia. A independência política é claramente maior se as indicações dos diretores do banco central não estão sob controle de governo e se tais indicações ocorrem por um período de tempo pré-determinado e suficientemente longo. A independência política também é maior se não houver participação mandatória de um representante do governo na diretoria e se não houver necessidade de aprovação da política monetária por parte do governo.

Quanto às responsabilidades formais do banco, em princípio, independência para escolher os objetivos finais pode ser definida sem referência ao conteúdo de tais objetivos. Na prática, as responsabilidades formais do banco central geralmente consideradas são aquelas identificados na segunda seção desse texto – o de promover a estabilidade monetária e financeira da economia. Nesse aspecto, a independência do banco central será maior se o objetivo em preservar a estabilidade monetária for explicitamente fixado na constituição, juntamente com diretivas legais explícitas para a resolução de conflitos de interesses.

#### *Independência Operacional*

A independência operacional diz respeito à liberdade do banco central em escolher os instrumentos de política monetária mais apropriados para a busca de seus objetivos – daí ser também chamada de independência técnica ou de instrumento. São aspectos determinantes:

- (i) liberdade para fixação das taxas de juros e de desconto;
- (ii) limitação para financiamento do governo; e
- (iii) responsabilidade pela supervisão bancária

A relação da liberdade do banco central em fixar as taxas de juros e de desconto com a independência operacional é óbvia. Sem poder para fixar a taxa de juros, seja via manipulação de taxas de desconto, empréstimos de liquidez à instituições financeiras, alteração de requerimento de reservas, entre outros, o banco não pode influenciar a demanda agregada a ponto de manter a inflação sob controle.

Outro aspecto importante é a capacidade do banco em negar financiamento, ou crédito, ao governo. Se o financiamento do déficit público for automático, a mera expansão dos gastos do governo pode provocar uma expansão da base monetária e, conseqüentemente, reduzir a eficácia da atuação do banco. Nesse sentido, quanto mais restritivos forem os mecanismos que permitam ao governo solicitar – e obter – crédito junto ao banco central, maior será a independência operacional.

No que diz respeito à supervisão bancária, quanto maior a responsabilidade do banco central, menor sua independência operacional. Para entender esse ponto é útil considerar um exemplo específico: se o banco central estabelece restrições de portfólio às instituições financeiras, ele pode empregar tais instrumentos para elevar a demanda privada por títulos públicos, facilitar o financiamento do governo via crédito privado e, em última instância, reduzir o controle do banco sobre a oferta de moeda.

## **5. Independência do Banco Central e Desempenho Macroeconômico:**

### **Evidência Empírica**

Estudos empíricos sobre a independência do banco central tipicamente elaboram medidas quantitativas de independência para, então, estimar seus efeitos econômicos. Em geral, são estimadas as relações entre a independência relativa de bancos centrais de diferentes países com o comportamento de variáveis tais como inflação e produto. Essa literatura empírica é extensa, mas devem ser destacados quatro estudos que oferecem *insights* importantes sobre o tema: Bade e Parkin (1988), Grilli, Masciandro e Tabellini (1991), Cukierman, Webb e Neyapti (1992) e Alesina e Summers (1993).

O estudo de Bade e Parkin (1988) classifica os bancos centrais de 12 países de acordo com sua independência política. São determinantes do grau de independência as relações institucionais entre o banco e o executivo, os procedimentos para designar e demitir o presidente do banco, se o governo possui representante em sua diretoria e a frequência de contatos entre o executivo e o banco. Segundo o estudo, a taxa média de inflação é significativamente menor em países com bancos centrais mais independentes.

Grilli, Masciandro, and Tabellini (1991) incorporam também informações sobre o tamanho dos mandatos dos membros da diretoria e sobre os objetivos do

banco central. Em especial, bancos centrais cuja diretoria possui mandatos fixos e longos e cujos objetivos explicitam a busca pela estabilidade dos preços são ditos independentes. Além disso, os autores consideram a possibilidade de o banco central financiar gastos públicos.

A partir desse conceito de independência, Grilli et alli (1991) analisam a influência de instituições políticas e monetárias sobre as finanças públicas de 18 países industriais para o período 1950-1989. A hipótese é que as diferenças observadas em termos de inflação e déficit público não se devem a resposta da política macroeconômica a choques nem ao sistema tributário, mas às instituições. No que diz respeito à independência do banco central, o estudo aponta haver relação significativa entre independência do banco central e inflação baixa sem, contudo, evidenciar relação sistemática com a taxa de crescimento do produto real.

Cukierman, Webb e Neyapti (1992) empregam medida de independência legal do banco central - similar à de Grilli et alli - para verificar a relação entre independência legal e a inflação média de 72 países no período 1950-1989. Os resultados indicaram haver relação negativa entre inflação e independência para países industriais, mas não para países menos desenvolvidos. Para esse último grupo de países, os autores encontraram relação positiva e significativa entre inflação e taxa de substituição do presidente do banco central.

Por fim, o artigo de Alesina and Summers (1993) estuda a relação não só entre o grau de independência do banco central com a taxa de inflação, mas também com variáveis econômicas reais tais como crescimento do produto, taxa de desemprego e taxa de juros real. Os autores empregam como medida de independência do banco central a média dos índices de Bade e Parkin (1982) e Grilli et all (1991).

Os resultados sugerem que disciplina monetária associada com a independência do banco central reduz tanto o nível como a variância da inflação para 16 países industriais no período 1955-88. Além disso, os autores encontraram evidência de que maior independência implica menor a variância da taxa de juros real, significando um custo menor na condução da política monetária.

Por fim, Alesina e Summers afirmam que a independência do banco central não possui relação direta com performance macroeconômica real - não afeta positiva ou negativamente as taxas de crescimento do produto ou de desemprego.

## **6. O Sistema Financeiro Nacional e a Autoridade Monetária no Brasil**

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) foi reordenado em 1964 com a edição de leis tais como a Lei da Reforma do Sistema Financeiro Nacional (lei nº 4.595/64), a Lei do Mercado de Capitais (lei nº 4.728/65), a Lei da Comissão de Valores Mobiliários (lei nº 6.385/76) e a Lei das Sociedades Anônimas (lei nº 6.404/76).

A Lei da Reforma do Sistema Financeiro Nacional criou o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BCB) – instituições que conjuntamente representam a autoridade monetária no Brasil. O CMN é o órgão normativo responsável pela fixação das diretrizes das políticas monetárias, creditícia e cambial. O BCB é o órgão executivo do SFN responsável pela regulação e pelo funcionamento do sistema e por cumprir e fazer cumprir as normas expedidas pelo CMN. Dada essa dicotomia, a discussão da independência do banco central aplicada ao Brasil deve considerar as especificidades de ambas as instituições.

### **6.1. Análise do Grau de Independência do BCB**

A diretoria colegiada do BCB é composta por um presidente e 8 diretores. Todos são nomeados pelo Presidente da República, mas sujeitos à aprovação pelo Senado Federal. Não existe mandato fixo para o cargo e Presidente da República pode exonerá-los a qualquer momento.

No que tange a relação entre o BCB e o governo, o primeiro é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda e, portanto, seus membros são também membros do governo. Nesse contexto, não devem existir conflitos entre o BCB e o governo propriamente dito. Em tal relação institucional não existe órgão mediador, ou câmara de arbitragem, com a função de mediar conflitos de interesse entre o Banco e o governo. Na ocorrência de conflitos, a hierarquia poderá determinar a solução extrema – o Presidente da República exonera a diretoria do BCB.

No que diz respeito às funções do BCB, a lei determina ser o Banco executor das orientações do CMN e responsável por garantir o poder de compra da moeda nacional. Em que pese à responsabilidade pelo poder de compra da moeda, o BCB possui vários outros objetivos, tais como: zelar pela liquidez da economia e estabilidade do sistema financeiro, estimular a poupança e manter reservas internacionais.

Note-se que o BCB não formula a política monetária, mas apenas a executa por delegação do CMN. Sua execução se dá por meio de uma regra clara: o sistema de metas de inflação. Todavia, tanto a provisão legal que fixa essa regra é fraca, como o menu de escolha de instrumentos é limitado.

A sistemática de “metas de inflação” foi estabelecida por decreto do poder executivo e a meta propriamente dita - indicador e valor numérico - é fixada por resolução do CMN. É relativamente fácil ao chefe do poder executivo alterar essa norma, bem como ao CMN alterar o valor numérico para a meta, daí sua pouca credibilidade. Para contornar esse problema, o BCB se vê obrigado a buscar reputação via condução mais conservadora da política monetária por parte do Conselho de Política Monetária (COPOM).

Na questão da escolha de instrumentos, o menu de opções à disposição do BCB é limitado. Contrariamente ao que se pensa, o BCB não é tão livre para escolher a taxa de juros que julga mais adequada, mas é livre para escolher a taxa mais adequada sujeito a demanda por moeda e a influência de política creditícia determinada pelo CMN. Ao BCB cabe tão somente efetuar o controle do crédito, sem possuir poder de decisão sobre a política creditícia que fica a cargo do CMN. Sem poder decidir ou influenciar diretamente o volume de crédito, o BCB não é livre para escolher a melhor combinação de taxa de juros e controles de crédito que acredita ser a desejável para conter inflação.

Some-se a isso as diversas taxa de juros diferenciadas fixadas pelo CMN em favor de grupos ou atividades econômicas específicas. Exemplos são a expansão do crédito consignado incentivados pelo governo, o crédito rural e o crédito industrial a juros menores (TJLP). Essa restrição sobre o menu de opções de instrumentos de política monetária à disposição do BCB é um forte indicador de sua não independência operacional.

Ainda no quesito do *menu* de escolha de instrumentos, a atuação do banco está sujeita às taxas dos compulsórios que são, em geral, fixadas pelo CMN. É verdade que algumas operações são precificadas pelo BCB, como redesconto, taxa de tomada e injeção de Reais no *open market*. Todavia, ainda assim a atuação do Banco fica restrita.

A questão do financiamento do governo é clara no Brasil. Nesse ponto, é vedado ao BCB conceder direta ou indiretamente empréstimo ao Tesouro Nacional, ou a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira (Constituição Federal, art. 164). A participação no mercado primário por títulos públicos também é

vedada, salvo algumas exceções definidas na Lei de Responsabilidade Fiscal (lei nº 101/00). A participação no mercado secundário para compra e venda de títulos de Tesouro é permitida quando o objetivo é o de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros.

A supervisão bancária é exclusiva do banco central. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atual como fiscalizadora, não supervisora, em alguns casos específicos, como sobre os fundos mútuos. Ser responsável pela supervisão bancária reduz a independência do BCB pois, ao dispor de instrumentos administrativos (com por exemplo a restrição de portfólio sobre bancos) o BCB pode facilitar o financiamento do governo ao levar administrativamente a demanda por títulos públicos.

A mesma implicação advém da existência da Conta Única mantida junto ao Banco Central. A Conta Única é conta destinada a acolher as disponibilidades financeiras da União que se encontram à disposição das Unidades Gestoras. Quando o Tesouro autoriza saques ou recebimentos, há alterações de liquidez no mercado, obrigando o BCB a enxugar ou prover liquidez em resposta. Se não existisse a Conta Única, essas transações envolvendo o Tesouro e o universo de contribuintes e credores seria vista como uma transação interbancária. As freqüentes ações do BCB em resposta as movimentações na Conta Única são vistas pelo mercado como intervenções, distorcendo a percepção que os investidores, sobretudo externos, possuem da atuação do Banco.

A análise acima deixa claro que o BCB não possui independência política, mas goza de relativo grau de independência operacional devido às restrições para financiamento do governo. Considerando-se somente os fatores analisados por Grilli, Masciandro e Tabellini (1991), o grau de independência política do BCB é um (na escala de 0 a 8), enquanto que o grau de independência operacional é cinco (na escala de 0 a 8) – ver anexo.

## 6.2. Análise do Grau de Independência do Conselho Monetário Nacional

O Conselho Monetário Nacional é o órgão normativo responsável por expedir diretrizes gerais para o bom funcionamento do SFN. O CMN é responsável pela coordenação das políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública do País, com o objetivo de adaptar o volume de meios de pagamento, regular

o valor interno da moeda e externo da moeda e propiciar o aperfeiçoamento, orientar a aplicação de recursos e zelar pela solvência das instituições financeiras.

Por construção, o CMN não goza de independência política pois é integrado pelo Ministro da Fazenda (presidente), pelo Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e pelo Presidente do Banco Central do Brasil. Dessa forma, o Conselho é parte do governo e os mandatos no CMN não pertencem aos indivíduos, mas sim aos cargos.

O objetivo de estabilidade da moeda está diluído entre outros objetivos de desenvolvimento do mercado de crédito, controle da dívida pública, aprovação de orçamentos pelo BCB, assegurar taxas de juros favorecidas aos financiamentos que se destinem a promover, orientar o crédito em condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional, entre outros.

Por fim, cabe destaque ao fato de que a estrutura e as funções do CMN é fixada por lei ordinária sendo, portanto, mais fácil de ser modificada.<sup>7</sup>

No que diz respeito à independência operacional, a execução das diretrizes do CMN se faz através do BCB, de forma que o grau de autonomia do último é emprestado ao primeiro. Conforme argumento acima, pode-se afirmar que o CMN possui grau 5 de independência operacional (escala de 0 a 8).

### **Considerações Finais**

A literatura acadêmica acerca da condução da política monetária tem crescido significativamente nas duas últimas décadas. Contudo, não há razoável consenso quanto à forma na qual a política monetária deve contribuir para a consecução dos diferentes objetivos de política macroeconômica.

Mesmo sem esse consenso, tem ganhado espaço a visão de que o papel mais indicado à política monetária é o da promoção e da manutenção da estabilidade financeira e monetária que favoreça o planejamento de longo-prazo dos negócios. Partindo dessa premissa, o artigo apresenta uma resenha dos diferentes mecanismos que permitem à condução da política monetária livre da inconsistência dinâmica, ou intertemporal.

---

<sup>7</sup> A lei ordinária é, no arcabouço legislativo, aquela que necessita de *quorum* mais simples para aprovação.

Um desses mecanismos consiste na independência do banco central, instituto que permite ao banco central perseguir os objetivos de estabilidade monetária e financeira sem a interferência política derivada, sobretudo, dos ciclos eleitorais. Os estudos empíricos indicam que os benefícios, em termos de menores taxa de inflação e menor variabilidade da taxa de inflação, resultantes da independência do banco central são de fato significativos. Ao mesmo tempo, a independência do banco central não apresenta custos significativos traduzidos em menores taxas de crescimento do PIB ou do emprego.

A independência do banco central pode assumir as dimensões econômica e política. A independência política diz respeito à possibilidade de o banco central escolher os objetivos finais de política monetária. A independência operacional, ou autonomia, diz respeito à escolha de instrumentos apropriados para a consecução dos objetivos definidos.

Na prática, o Banco Central do Brasil (BCB) possui pouca independência. Dos quinze itens utilizados para caracterizar o grau de independência do banco central, o BCB apresentou cinco relacionados à independência operacional – todos no quesito capacidade em negar financiamento ao governo – e apenas um indicativo de independência política – requerimentos estatutários para estabilidade monetária. A relativa independência operacional da qual goza o BCB não é, contudo, fixada por legislação, mas apenas circunstancial. Esse fato decorre da natureza da autoridade monetária no País.

No Brasil, as funções da autoridade monetária são divididas entre o BCB e o Conselho Monetário Nacional (CMN), sendo o primeiro de natureza operacional e o segundo o responsável pela determinação das diretrizes de política monetária. A título de ilustração, é o CMN que fixa a meta de inflação no Brasil, cabendo ao BCB perseguir essa meta. Nesse arcabouço, o BCB nunca poderá gozar de independência política, mas tão somente de independência operacional.

Algumas medidas necessárias para elevar a credibilidade da autoridade monetária no País são:

- fixar o mandato do presidente e dos diretores do BCB;
- fixar composição do CMN em Lei Complementar;<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> A emenda constitucional nº 40 de 26/5/03 prevê que todos os aspectos relativos ao SFN devem ser objeto de Lei Complementar.

- estabelecer a estabilidade da moeda como uma função precípua do CMN;<sup>9</sup>
- permitir ao BCB fixar taxas de desconto de tal forma a elevar o menu de combinações de instrumentos de controle monetário a sua disposição;
- extinguir a Conta Única no BCB e considerar os recebimentos e as autorizações de saque do STN como transações interbancárias.

### Referências bibliográficas

- Alesina, A. e Summers, L. (1993) “Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence”. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25(2): 151-162.
- Bade, R. e Parkin, M. (1982) “Central bank laws and monetary policy”. mimeo.
- Barro, R. (1986) “Recent developments in the theory of rules versus discretion”. *The Economic Journal*, 96(380a): 23-37.
- Barro, R. e Gordon, D. (1983) “Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy”. *Journal of Monetary Economics*, 12:101-121.
- Cukierman, A. e Webb, S. (1995) “Political influence on the central bank: international evidence”. *The World Bank Economic Review*, 9(3): 397-423.
- Cukierman, A., Kalaitzidakis, P., Summers, L. e Webb, S. (1993) “Central bank independence, growth, investment, and real interest rates”. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, n. 39.
- Cukierman, A., Webb, S. e Neyapti, B. (1992) “Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes”. *The World Bank Economic Review*, 6(3): 353-398.
- Friedman, M. (1968) “The role of the monetary policy”. *American Economic Review*, 58(1): 1-17.
- Grilli, V., Masciandaro, D. e Tabellini, G. (1991) “Institutions and policies”. *Economic Policy*, 13: 341-392.
- Haan, J. de e Siermann, C. (1996) “Central bank independence, inflation and political instability”. *Journal of Policy Reform*, 1: 135-147.
- Kydland, F. e Prescott, E. (1977) “Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans”. *Journal of Political Economy*, 85(3): 473-491.
- Mendonça, H. (2000) “A teoria da independência do Banco Central: uma interpretação crítica”. *Estudos Econômicos*, 30(1): 101-127.

---

<sup>9</sup> Idem.

- Mendonça, H. (2002) “A teoria da credibilidade da política monetária”. *Revista de Economia Política*, 22(3): 46-64.
- Mendonça, H. (2003) “Independência do Banco Central e coordenação de políticas: vantagens e desvantagens de duas estruturas para estabilização”. *Revista de Economia Política*, 23(1): 109-120.
- Nordhaus, W. (1975) “The political business cycle”. *Review of Economics Studies*, 42(2): 169-190.
- Rogoff, K. (1985) “The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target”. *Quarterly Journal of Economics*, 100(4): 1169-90.
- Sikken, B. e Haan, J. de. (1998) “Budget deficits, monetization and central-bank independence in developing countries”. *Oxford Economic Papers*, 50(3): 493-511.

## **Anexos**

### **Grau de Independência de Bancos Centrais Seleccionados e do Banco Central do Brasil, conforme critérios propostos por Grilli, Masciandro e Tabellini (1991)**

#### **Dimensões da independência operacional**

##### Financiamento do Déficit Público:

- (1) Facilidade de crédito direto: não automático.
- (2) Facilidade de crédito direto: a taxa de juros de mercado.
- (3) Facilidade de crédito direto: temporário.
- (4) Facilidade de crédito direto: quantidade limitada.
- (5) Banco Central não participa do mercado primário por dívida pública.

##### Instrumentos Monetários:

- (6) Taxa de desconto fixada pelo Banco Central.
- (7) Banco central não responsável por supervisão bancária (\*\*) ou não o único responsável (\*)

##### Índice de Independência Operacional:

- (8) Somatório dos asteriscos das colunas de 1 a 7.

### **Independência Operacional dos Bancos Centrais**

	Financiamento do Déficit Público					Instrumentos Monetários		Índice de Independência Operacional
	-1	-2	-3	-4	-5	-6	-7	-8
Brasil (BCB)	*	*	*	*	*			<b>5</b>
Alemanha	*	*	*	*	*	*	*	7
Austrália	*	*	*	*	*	*		6
Áustria			*	*	*	*	**	6
Bélgica		*		*	*	*	**	6
Canadá	*	*	*	*		*	**	7
Dinamarca		*			*	*	**	5
Espanha			*	*			*	3
EUA	*	*	*	*	*	*	*	7
França				*	*	*	**	5
Grã-Bretanha	*	*	*	*		*		5
Grécia				*		*		2
Holanda			*	*	*	*		4
Irlanda		*	*	*		*		4
Itália				*				1
Japão	*		*		*	*	*	5
Portugal				*		*		2
Suíça		*	*	*	*	*	**	7

Fonte: Análise própria para o Brasil e Grilli, Masciandro e Tabellini (1991) para os demais países.

### **Dimensões da independência política**

Indicação de Presidente e Diretoria:

- (1) Presidente do Banco não é apontado pelo governo.
- (2) Presidente apontado por > 5 anos.
- (3) Diretores do Banco não são apontados pelo governo.
- (4) Diretores apontados por > 5 anos.

Relacionamento com o Governo:

- (5) Não há participação de um representante do governo na diretoria do Banco.
- (6) Não há necessidade de aprovação prévia da política monetária.

Constituição:

- (7) Requerimentos estatutários para o Banco perseguir estabilidade monetária entre seus objetivos.
- (8) Existência de mecanismos legais que fortalecem a posição do Banco em conflitos com o governo.

Índice de Independência Política:

- (9) Somatório dos asteriscos das colunas de 1 a 8.

### Independência Política dos Bancos Centrais

	Indicação de Presidente e Diretoria				Relaciona- mento com o Governo		Constituição		Índice de Independência Política
	-1	-2	-3	-4	-5	-6	-7	-8	-9
Brasil (BCB)							*		<b>1</b>
Alemanha		*		*	*	*	*	*	6
Austrália		*					*	*	3
Áustria						*	*	*	3
Bélgica				*					1
Canadá	*	*					*	*	4
Dinamarca		*				*	*		3
Espanha				*	*				2
EUA				*	*	*	*	*	5
França		*		*					2
Grã- Bretanha					*				1
Grécia			*					*	2
Holanda		*		*	*	*	*	*	6
Irlanda		*				*	*		3
Itália	*	*	*		*				4
Japão							*		1
Portugal					*				1
Suíça		*			*	*	*	*	5

Fonte: Análise própria para o Brasil e Grilli, Masciandro e Tabellini (1991) para os demais países.