

# Aspectos teóricos e empíricos sobre bancos centrais independentes: implicações para o caso brasileiro \*

Helder Ferreira de Mendonça §

## RESUMO

Nos anos 90 a independência dos bancos centrais tem sido considerada como uma condição para que seja alcançada a estabilidade de preços de longo prazo. A discussão que envolve a independência dos bancos centrais apresenta dois pilares: um teórico e outro empírico. O argumento teórico baseia-se na hipótese de que *policy-makers* são sujeitos a *bias* inflacionários. No que se refere ao caráter empírico, o ponto principal da discussão resulta da observação da correlação negativa entre o grau de independência do banco central e a inflação. Nesse sentido, o artigo analisa a discussão em torno dos principais argumentos sobre a independência dos bancos centrais. Por último, mas não menos importante, faz-se uma análise para o caso do Brasil.

**Palavras-chave:** independência dos bancos centrais, estabilidade de preços, inflação, economia brasileira.

## ABSTRACT

In the 1990s the independence of central banks has been considered as a condition for achieving durable price stability. The discussion about the independence of central banks is based on theoretical arguments and empirical evidence. The theoretical argument has been based on the hypothesis that policy-makers are subject to the “inflation bias” The main empirical argument is that there is a negative correlation between the degree of independence of central bank and inflation. In this sense, the article analyzes the recent main principal arguments on independence of central banks. Last but not least important, it analyzes the case of Brazil.

**Key words:** independence of central banks, price stability, inflation, Brazilian economy.

---

\* O autor agradece às sugestões feitas por Carmem Feijó, Luis Antonio Licha e Fernando Cardim de Carvalho a versões anteriores que deram origem a este trabalho. Agradeço, ainda, aos profícuos comentários realizados por dois pareceristas anônimos. Como de praxe, as possíveis omissões ou imprecisões são de minha inteira responsabilidade.

§ Professor do Departamento de Economia da UFF e da UNESA.

Recebido em dezembro de 1996. Aceito em dezembro de 1997.

## 1 Introdução

Nos últimos anos, diversos países<sup>1</sup> têm realizado mudanças na legislação dos bancos centrais de forma a torná-los mais autônomos em relação ao governo. Tais mudanças visam conceder maior autonomia para os bancos centrais de modo a que estes direcionem sua atenção ao objetivo principal da estabilidade de preços em detrimento de outros objetivos, como alto nível de emprego, crescimento econômico, financiamento do déficit orçamentário etc.

O sucesso na manutenção de baixas taxas de inflação, atribuído ao alto grau de independência de bancos centrais como o *Bundesbank* e o Banco Nacional da Suíça, tem se constituído em importante elemento de influência sobre a posição do Sistema Europeu de Bancos Centrais (ESCB) no processo de unificação monetária europeia. Por meio do acordo de Maastricht, em dezembro de 1991, o Conselho Europeu decidiu que o objetivo primário do ESCB deverá ser a manutenção da estabilidade de preços. O ESCB deverá ter posição relativamente independente, similar à adotada pelo *Deutsche Bundesbank*.<sup>2</sup> A justificativa para esse procedimento se apóia, em grande parte, na declaração feita por diversos economistas<sup>3</sup> em todo o mundo, que têm argumentado que o conjunto institucional de um banco central pode influenciar os resultados econômicos.

É diante de um cenário onde os bancos centrais são apontados como elemento de causalidade no processo de estabilidade de preços no sistema que a proposta de independência de bancos centrais ganha destaque tanto no nível político quanto acadêmico no fim dos anos 80 e início dos 90. Por meio de um argumento completamente diferente daqueles que defendem a fixação de regras,<sup>4</sup> as autoridades monetárias, livres das amarras em relação ao governo, seriam capazes de perseguir suas verdadeiras metas. Dessa forma, o problema com a política monetária passaria a ser basicamente resultado das pressões políticas que forçam a autoridade monetária a se desviar de sua função natural - a defesa do poder de compra da moeda.

---

1 Nova Zelândia, Chile, México, Argentina, Espanha, França e Reino Unido, são exemplos de países que têm concedido maior autonomia a seus bancos centrais.

2 Para uma leitura interessante a respeito do comportamento do *Bundesbank* ao longo do tempo, ver Holtfrerich (1988).

3 Ver Rogoff (1985), Cukierman (1992), Alesina e Summers (1993), Walsh (1995).

4 Deve-se salientar que a proposição de independência dos bancos centrais deriva do debate regras *versus* discricionariedade. Dois importantes trabalhos em que a literatura sobre independência se apóia são os clássicos trabalhos de Kydland e Prescott (1977), onde é introduzido o problema de inconsistência temporal na análise macroeconômica, e o trabalho de Barro e Gordon (1983), pioneiro na discussão da credibilidade das políticas econômicas.

O objetivo do artigo consiste em apresentar, de forma simplificada, os principais aspectos teóricos que dão suporte à hipótese de independência e quais as principais evidências empíricas apresentadas pela literatura existente sobre o tema. Faz-se, ainda, uma análise para o caso brasileiro, dando-se ênfase para o período iniciado com o advento do Plano Real. O artigo apresenta-se estruturado da seguinte forma: a segunda seção destaca os argumentos teóricos sobre a proposição de independência; a terceira analisa as principais evidências empíricas relacionadas à independência dos bancos centrais; a quarta destaca algumas evidências empíricas para o caso brasileiro; a quinta discute a possibilidade de concessão de uma maior autonomia para o Banco Central do Brasil e suas implicações para o Plano Real; por último é apresentada a conclusão dos pontos levantados ao longo do artigo.

## 2 Argumentos teóricos para BCIs

Observa-se que o uso da política monetária por meio de um controle monetário efetivo constitui-se em importante elemento no processo de estabilidade de preços. De uma forma geral, é bem aceito que a inflação não pode persistir sem que haja um aumento na oferta de moeda que sirva como fonte de alimentação do processo inflacionário. Os *policy-makers*, na tentativa de alcançar objetivos reais (melhor nível de emprego, taxas de juros mais baixas, financiamento do déficit orçamentário), normalmente expandem a oferta monetária como forma de facilitar o alcance de seus propósitos. Entretanto, essa expansão monetária gera mais inflação e expectativas inflacionárias, que termina criando um *bias* inflacionário que persiste no longo prazo após os efeitos desejáveis da expansão terem desaparecido.<sup>5</sup>

Sendo assim, o debate atual para bancos centrais independentes (BCIs) tem início a partir da identificação do *bias* inflacionário que está presente na condução da política monetária. A teoria moderna atribui cada *bias* inflacionário à inconsistência dinâmica da política monetária no modelo expectacional da curva de Phillips de determinação do produto ou do imposto inflacionário, em um contexto no qual a autoridade fiscal considera o custo social da inflação não adequado.<sup>6</sup>

---

5 Embora o *bias* inflacionário aumente devido aos diversos objetivos almejados pelo *policy-maker*, o exemplo mais comum é o associado com a busca do aumento no nível de emprego, pois a contração dos salários nominais diante da inflação estimula o emprego pela redução dos custos dos trabalhadores para os empregadores.

6 Conforme destacado por Fischer (1995) “*Inflationary bias is not inevitable: There have been episodes in the past, such as at the time of Britain’s return to gold in 1925, and during the downturn phase of the Great Depression in United States, when central banks suffered from a deflationary bias.*”

As duas principais correntes da teoria que discutem os argumentos para BCIs são: a abordagem de Rogoff (1985), que destaca o conservadorismo do banco central, e a interpretação dada por Walsh (1995), baseada na teoria do agente-principal. Na interpretação dada por Rogoff, a função de perda social considera os desvios tanto da inflação quanto do produto em relação ao nível considerado ótimo. Esta perda pode ser reduzida quando se adota um modelo de vários períodos no qual o banco central procura desenvolver uma reputação. Ainda de acordo com Rogoff, o mesmo resultado pode ser obtido mediante a delegação da política monetária a uma pessoa ou instituição que dê mais atenção à função de bem-estar social, ou seja, um *central banker* com características conservadoras. Na interpretação alternativa do agente-principal,<sup>7</sup> o problema do *bias* inflacionário é resolvido pela estruturação de um contrato que impõe custos ao banco central quando a inflação se desvia do nível ótimo.

Pode-se dizer que o *central banker* conservador constitui-se em um tipo comum encontrado nos discursos antiinflacionários de todo o mundo. Sob esta interpretação, o banco central tem que ser independente como forma de garantir que o instrumento da política monetária não seja utilizado como integrante de promessas políticas, o que poderia resultar em problemas de inconsistência temporal.

Um exemplo prático da interpretação do agente-principal é o sistema que foi implementado na Nova Zelândia por meio do *Act* de 1989,<sup>8</sup> onde o Presidente do Reserve Bank e o governo firmam um contrato para a meta inflacionária, sinalizando para o público qual será o comportamento adotado via publicação das metas para os agregados monetários.<sup>9</sup> Ainda sob esta perspectiva, ajustes em relação à meta inflacionária são feitos por mudanças nos termos de comércio e impostos indiretos. Exemplo de outros países que seguem uma conduta semelhante é o caso do Canadá e recentemente da Inglaterra, onde a penalidade para o excesso de inflação é interpretado como perda de reputação para o banco central. Há também elementos da teoria do agente-principal em todos os países onde o banco central possui metas definidas, como é o caso da Alemanha, onde o *Bundesbank* é considerado uma espécie de guardião da moeda.

---

7 Ao contrário da interpretação comum onde é destacada a relação que envolve os agentes privados (diversos *principals*) e o *central banker* (um agente), esta estrutura destaca que apesar do público ter a possibilidade de escolher o presidente do banco central eles não são capazes de determinar sua função-objetivo. Entretanto, não é comum que os agentes responsáveis pela política monetária sejam escolhidos pela população. Em países democráticos, os cidadãos escolhem um governante, e este escolhe o presidente para o banco central. Conforme destacado por Walsh (1995, p. 150). “(...) *monetary policy involves a multilevel principal-agent problem.*”

8 Swburne e Castello-Branco (1991) fazem uma boa análise para o caso da Nova Zelândia.

Fischer (1995) introduz a distinção entre independência de meta e independência de instrumento (*goal independence and instrument independence*).

*“The distinction between goal and instrument independence helps make sense of the apparent anomaly that at same time as CBI is gaining academic and policy support, so once again are nominal exchange-rate pegs. A central bank with the task of maintaining an exchange-rate peg has no goal independence; it may or may not have instrument independence, depending on how tightly specified are the constraints placed on it in creating credit. (...) The most important conclusion of both the theoretical and empirical literatures is that a central bank should have instrument independence, but should not have goal independence. (...) Instrument independence implies that the central bank should be free of any obligation to finance government budget deficits, directly or indirectly<sup>10</sup>, and should have the power to determine interest rates.”*(Fischer, 1995, p. 202-203, grifo meu)<sup>11</sup>

Os conceitos destacados acima são de grande relevância para o entendimento da proposta de independência dos bancos centrais, uma vez que com independência de meta o banco central pode determinar quais objetivos deve perseguir sem sofrer interferência do governo. Deve-se salientar que apesar da independência de metas ser condição necessária para a proposição de independência, ela não é suficiente, visto que se não houver, de forma concomitante, independência de instrumentos, ou seja, o banco central ter a capacidade de fazer uso da política monetária da maneira que achar melhor, o banco central não possui autonomia suficiente para escolher e perseguir as metas desejadas.<sup>12</sup>

---

9 É importante destacar que o governo da Nova Zelândia pode cancelar e renegociar as metas, porém as divergências devem ser publicadas.

10 Deve-se destacar que Fischer reconhece que “(...) *the central bank may help the treasury in its short-term cash management operations.*”

11 Na interpretação de Rogoff (1985), ao banco central é concedido o controle sobre a política monetária e um nível de independência de forma que ele maximize sua própria função utilidade. Portanto, sob essa análise, o banco central tem tanto meta quanto instrumento de independência.

12 Deve-se lembrar que a maioria dos bancos centrais são limitados em relação à determinação da taxa de câmbio do sistema. No caso dos sistemas de taxas fixas, a decisão para desvalorizar o câmbio e a nova paridade são geralmente de responsabilidade do Ministro das Finanças, partilhado com o banco central; em um sistema de taxas de câmbio flexíveis, se o banco central tem o direito para determinar as taxas de juros, ele também tem o direito para determinar a taxa de câmbio.

Diante do que foi apresentado, uma importante questão que deve ser respondida é por que BCIs podem afetar a inflação? Conforme destacado por Hahn e Sturm (1992), três argumentos podem ser utilizados para responder esta questão.

Uma política monetária contracionista agrava a posição deficitária do governo, pois com menos moeda circulando na economia há uma tendência a reduzir o fluxo de renda, e isto, por conseguinte, gera redução na arrecadação de tributos sobre a renda. Além disso, verifica-se que as taxas de juros tendem a aumentar. Portanto, em um ambiente econômico como este há uma piora na situação da dívida pública, induzindo o governo a preferir o “dinheiro fácil”<sup>13</sup> para financiar o déficit.

Barro e Gordon (1983) partem da hipótese de que governos têm uma tendência inerente para utilizar instrumentos incorretos que estejam a sua disposição. Tratam o caso tradicional para regras de políticas monetárias sendo fortes. Para estes autores, a política discricionária incentiva a inflação no curto prazo, reduzindo o emprego na economia, uma vez que a utilização destes instrumentos eleva as expectativas inflacionárias, causando maior inflação sem eventualmente afetar o nível de emprego. Portanto, uma política adotando regras é claramente superior. Um importante mecanismo institucional para reforçar políticas de regras poderia ser provida por agências independentes, como o banco central, não estando condicionados à política discricionária do governo. Nesse sentido, um banco central independente, dentro dessa análise, seria um indicador de menores taxas de inflação.

Um terceiro ponto para explicar por que bancos centrais independentes podem afetar inflação pode ser mostrado por meio dos argumentos levantados por Sargent e Wallace (1981). Estes autores fazem distinção entre autoridades monetárias e fiscais. Se a política fiscal é dominante, isto é, se as autoridades monetárias não podem influenciar o tamanho do déficit orçamentário, a oferta monetária vem a ser endógena. Se o público não está disposto a absorver o déficit adicional do governo, as autoridades monetárias irão ser forçadas a financiar o déficit via emissão. Se, entretanto, a política monetária é dominante, as autoridades fiscais irão ser forçadas a reduzir o déficit (ou não reconhecer parte da dívida).

---

13 Meio pelo qual o governo tem seu déficit financiado pelo Tesouro.

A análise precedente sugere que bancos centrais independentes podem reduzir a manipulação da política monetária em determinado período, como ocorre nos períodos de pré-eleição. Se isto é verdade, bancos centrais independentes devem ter como resultado maior estabilidade no crescimento da moeda e, portanto, menos variabilidade inflacionária. De uma maneira geral, pode-se dizer que governos da “direita” têm como prioridade uma menor inflação, enquanto que governos da “esquerda” estão geralmente mais preocupados com a questão do desemprego. Assim sendo, há uma tendência de que uma expansão monetária venha a facilitar objetivos de caráter político. Isto implica que com uma mudança de governo é provável que a variabilidade inflacionária seja elevada, especialmente se as autoridades monetárias forem dominadas por eleições políticas.

### **3 Independência *versus* efeitos sobre a economia**

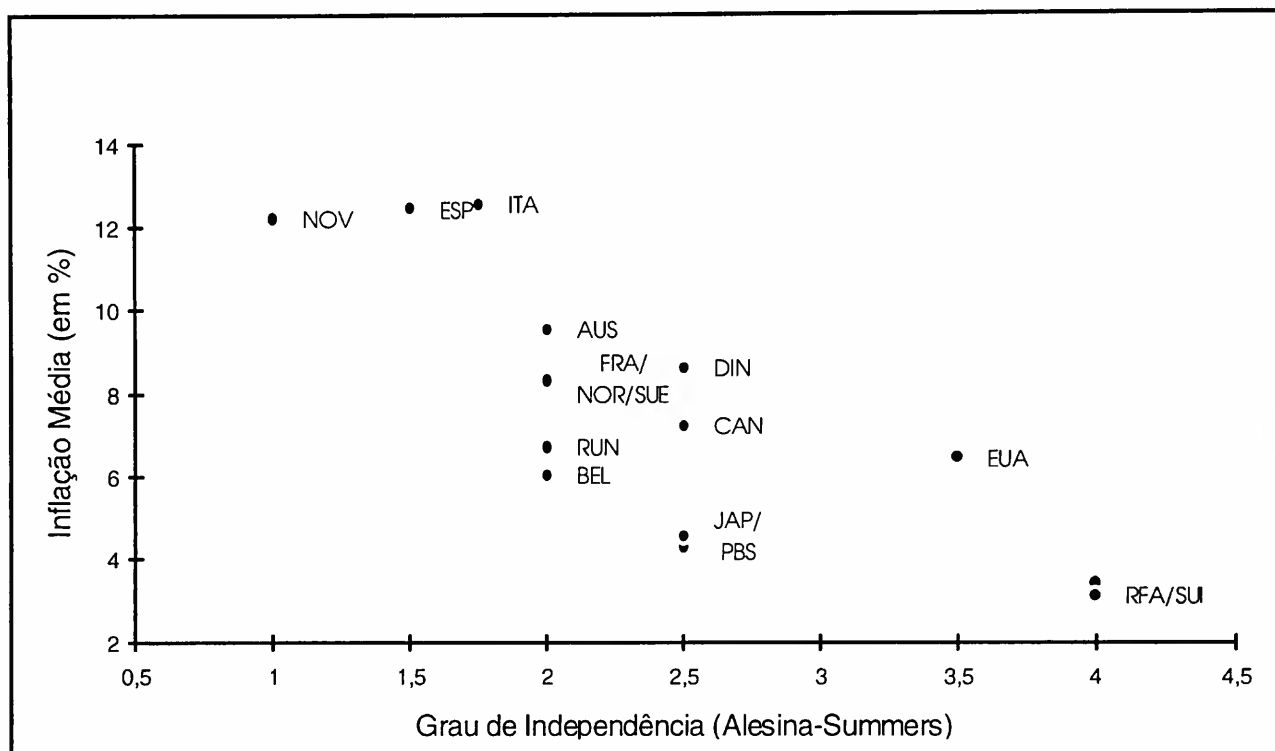
Algumas das relações encontradas entre BCI e a performance da economia, destacadas pela literatura, podem ser sumariadas da seguinte forma:

- ♦ em economias industriais, independência legal e inflação apresentam uma correlação negativa; entretanto, a rotatividade dos dirigentes dos bancos centrais não parece ser um bom indicador para estimar o nível de inflação;
- ♦ em países com menor nível de desenvolvimento não há relação evidente entre independência legal e inflação, mas, por outro lado, apresentam uma correlação positiva entre a rotatividade dos dirigentes dos bancos centrais e a inflação;
- ♦ a taxa de inflação e a variação da mesma são positivamente relacionadas à vulnerabilidade política do banco central;
- ♦ países onde as autoridades monetárias têm anunciado suas metas têm apresentado menores taxas de inflação;
- ♦ a independência legal dos bancos centrais não apresenta correlação com a média de crescimento real.
- ♦ bancos centrais com maior grau de autonomia não financiam déficits.

Os pontos acima destacados implicam que a inflação é mais baixa quanto mais independente for o banco central, e que, dada a independência, países que preanunciam

política monetária têm obtido menores taxas de inflação. E, ainda, que flutuações da taxa de crescimento da economia parecem não estar relacionadas a BCIs.

**Gráfico 1a**  
**G.I. de Bacens de Países Industrializados X Taxas de Inflação, 1973-88**



Fonte: Tabela 1 (Apêndice).

Os Gráficos 1a e 1b procuram evidenciar resultados de ordem empírica que corroboram o argumento de que um maior grau de independência dos bancos centrais está associado a um menor nível de inflação (Gráfico 1a) e também a uma menor variação inflacionária (Gráfico 1b) no caso de países industrializados.

O Gráfico 1a evidencia uma elevada correlação negativa  $(-0,80)^{14}$  entre graus de independência dos bancos centrais e a inflação média para o período considerado. Logicamente, este resultado constitui uma das principais fontes de apoio para aqueles que defendem BCIs. Este resultado não aparece isoladamente. No gráfico a seguir a mesma tendência é observada quando se procura evidenciar qual a relação entre BCIs e a variação da inflação para o mesmo período.<sup>15</sup> Em outras palavras, pode-se dizer que, por meio da

14 Resultado arredondado para centésimos. Para aqueles não familiarizados com a estatística, a equação para o coeficiente de correlação é:

$$P_{x,y} = \text{Cov}(X, Y) / \sigma_x \sigma_y \text{ onde: } -1 \leq P_{x,y} \leq 1 \text{ e } \text{Cov}(X, Y) = 1/n \sum_{i=1}^n (x_i - \mu_x)(y_i - \mu_y).$$

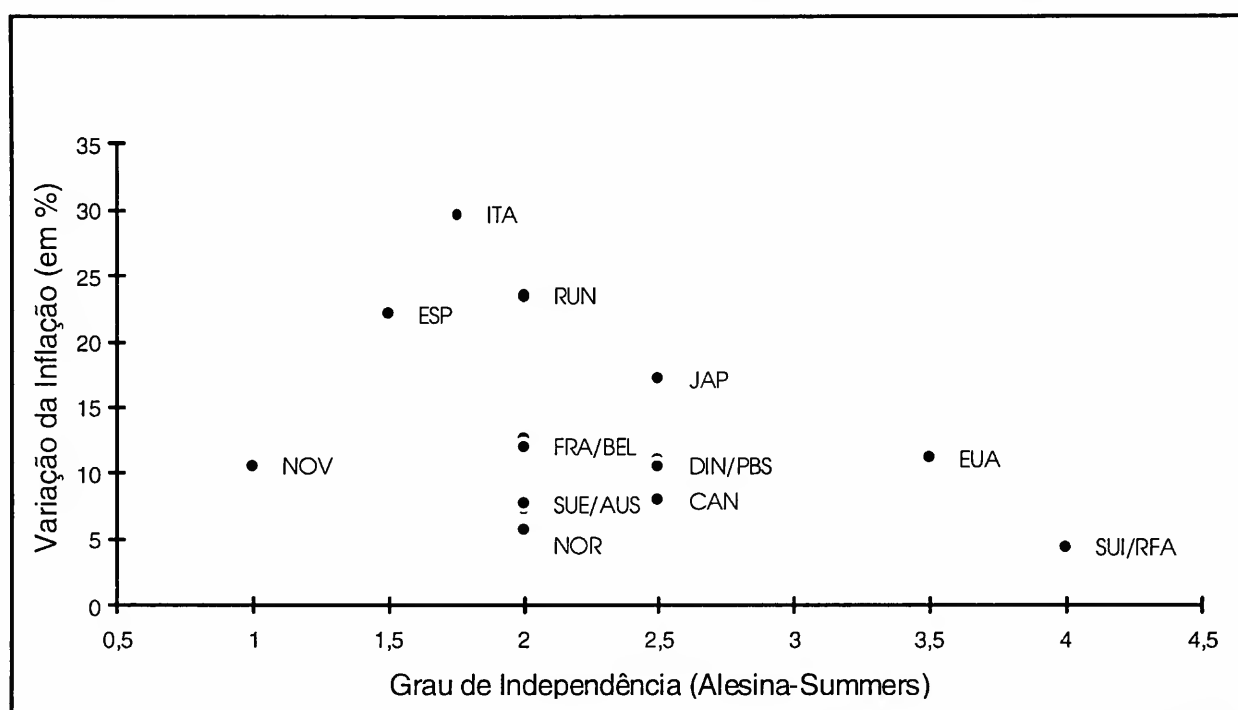
15 Existe correlação negativa, porém ela é bem mais baixa que no caso anterior, e corresponde a -0,47.



evidência demonstrada pelos resultados que estão sendo apresentados, uma maior independência dos bancos centrais estaria associada a uma menor taxa de inflação e também a uma menor variabilidade da mesma, o que implicaria uma maior estabilidade para a economia.

### Gráfico 1b

#### G.I. de Bacens de Países Industrializados X Variação da Inflação, 1973-88



Fonte: Tabela 1 (Apêndice).

Cukierman (1994) destaca o fato de que a experiência de países que convivem com elevada inflação tem demonstrado que a estabilização da mesma tem sido obtida via desenvolvimento. Nesse sentido, observa-se que tal objetivo não pode ser alcançado somente pela delegação de autoridade para o banco central, pois, como se sabe, a discussão sobre BCIs não depende somente do aspecto econômico, mas também do político. O que pode ser dito é que delegar autoridade ao banco central, de forma a torná-lo credível entre o público, constitui-se em um instrumento que pode funcionar como efeito preventivo na repetição de episódios que favoreçam ao incremento da inflação.<sup>16</sup>

<sup>16</sup> Em relação à América Latina, o caso do maior grau de independência legal concedido aos bancos centrais do Chile, México e Argentina pode ser entendido nestes termos.

É importante destacar que

*“Legal independence appears to be a necessary, but not sufficient condition, for the actual independence. In the absence of legal defenses with respect to matters such as job security of the bank high officials, clear rules for the resolution of conflicts between the bank and the political establishment and limitations on borrowing by government from the bank, the latter cannot be independent. **But this does not mean that legal independence alone is always sufficient for assuring actual independence.**”*(Cukierman, 1994, p. 1441, grifo meu)

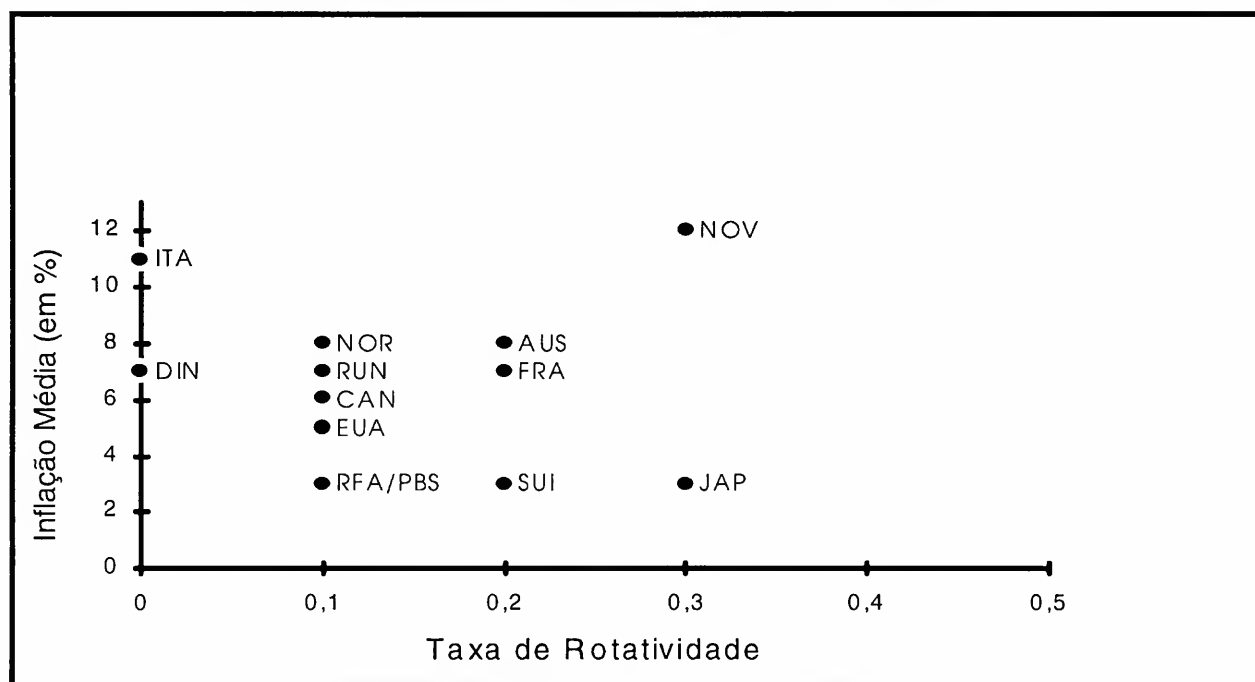
A citação acima permite o entendimento de por que diversos países em desenvolvimento, apesar de terem copiado o arcabouço da legislação das nações industrializadas, têm falhado em sua aplicação. Um bom exemplo é o caso argentino entre 1950 e 1989. Durante este período, o tempo legal do mandato do presidente do banco central foi de quatro anos; todavia, a média de rotatividade no cargo foi de cerca de um ano. Este tipo de comportamento, partindo-se da interpretação de que uma alta rotatividade implica uma submissão do banco central ao governo, denota um baixo nível de independência do banco central argentino em relação ao governo no período considerado.

A discussão que envolve a rotatividade de dirigentes de bancos centrais e seus possíveis efeitos sobre a inflação também é alvo da literatura de BCI. A rotatividade de dirigentes é um indicador capaz de dar uma noção mais realista entre a independência legal e a real dos bancos centrais. Dessa forma, um indicador de rotatividade, tal como o utilizado por Cukierman, Webb e Neyapti (1992), tem por objetivo mostrar que uma maior taxa de rotatividade de bancos centrais implicaria menor nível de independência. A explicação para esta idéia apóia-se no fato de que uma elevada taxa de rotatividade implicaria um mandato do dirigente do banco central inferior ao do chefe do executivo, o que poderia criar uma perturbação no sentido de inibir políticas de longo prazo, sobretudo aquelas superior ao ciclo eleitoral.

Os Gráficos 2a e 2b procuram mostrar qual a relação entre rotatividade de dirigentes de bancos centrais e seus efeitos sobre a taxa de inflação. No Gráfico 2a pode-se observar qual a relação para o caso de países industrializados. De uma forma geral, as taxas médias da inflação são próximas e as taxas de rotatividade não são superiores a 0,3. Entretanto, isto não quer dizer que para o caso de países industrializados o indicador de rotatividade seja adequado. O coeficiente de correlação corresponde a -0,05, o que evidencia ser negligenciável a relação entre rotatividade de dirigentes de bancos centrais de países

industrializados e taxas de inflação. Os principais contra-exemplos que podem ser observados ficam a cargo de Itália, Dinamarca, Noruega e Japão. Nos três primeiros casos a explicação consiste no fato de que os dirigentes desses bancos centrais apresentaram características de subserviência por longo período, o que implica baixa rotatividade, porém inflações elevadas para os padrões que se está considerando. No caso particular do Japão, a provável explicação consiste no fato de que o Ministério das Finanças apresenta aversão à inflação superior à dos demais países, o que faz com que a independência do banco central, nesse caso, não seja relevante.<sup>17</sup>

**Gráfico 2a**  
**Rotatividade de Dirigentes de Bacens de Países**  
**Industrializados X Taxas de Inflação, 1980-89**



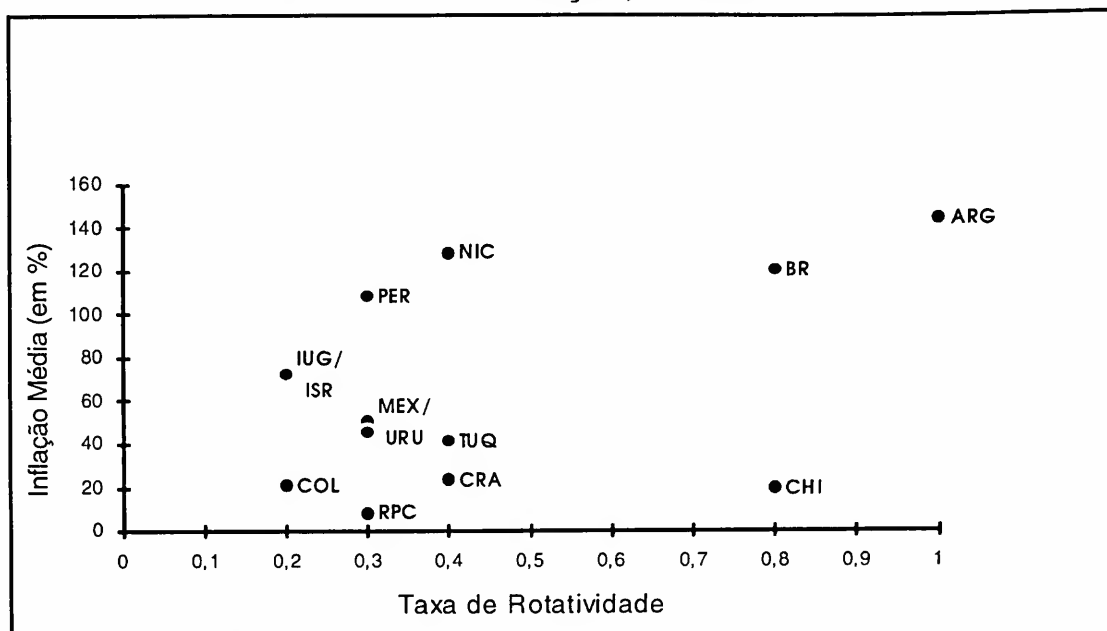
Fonte: Tabela 1 (Apêndice).

O Gráfico 2b evidencia uma relação diferente para o caso de países em desenvolvimento, ou seja, ao contrário do exemplo, observa-se, neste caso, uma relação positiva média (0,42) entre rotatividade dos dirigentes e nível de inflação. O principal contra-exemplo fica a cargo do Chile, que apresentou alta rotatividade (0,8) e uma das inflações médias mais baixas da amostra (19%).<sup>18</sup>

17 Para uma maior discussão desse assunto, ver Cukierman, Webb e Neyapty (1992).

18 O caso do Chile constitui-se em um caso particular para a América Latina, porquanto os baixos índices de inflação alcançados para o padrão latino foram obtidos devido à condução da política econômica voltada para redução do nível inflacionário. Apesar da primeira lei, no sentido de dar maior independência para o Banco Central chileno, ter sido esboçada em 1981, ocorreram diversas crises, sobretudo entre 1982-83, que obrigaram o adiamento da discussão, tomando novo fôlego em 1986 e culminando com a aprovação da nova lei em 1989. Portanto, não se pode considerar o Banco Central chileno como tendo característica de independência nos anos 80.

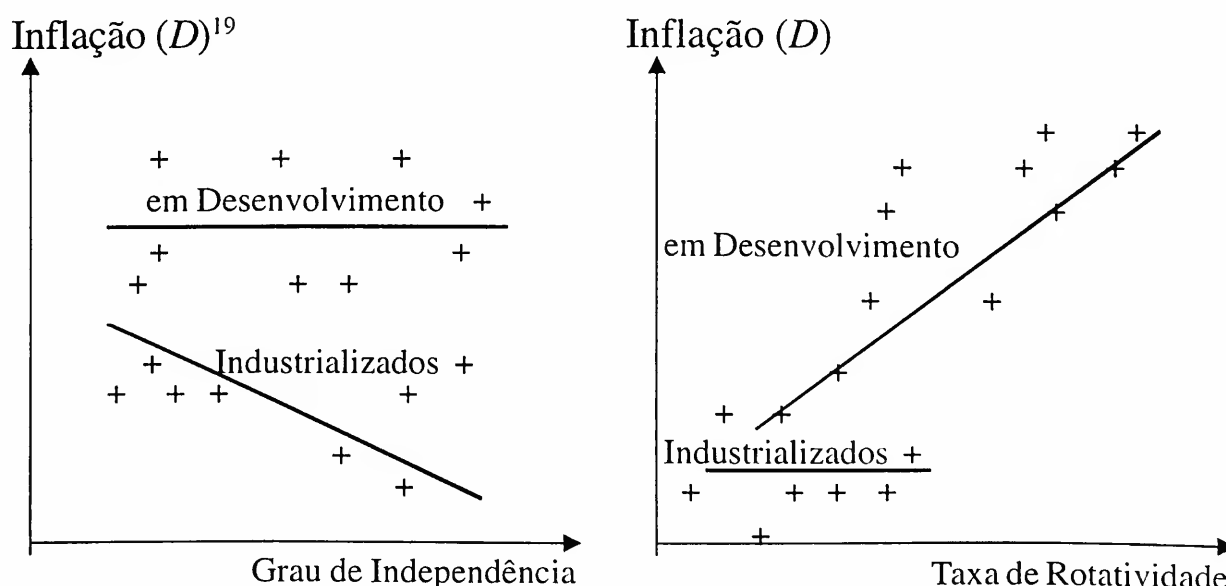
**Gráfico 2b**  
**Rotatividade de Dirigentes de Bacens de Países em Desenvolvimento**  
**X Taxas de Inflação, 1980-89**



Fonte: Tabela 1 (Apêndice).

A relação encontrada por Cukierman, Webb e Neyapti (1992) entre o comportamento da inflação e a rotatividade dos dirigentes dos bancos centrais, para o caso de países industrializados e em desenvolvimento, pode ser observada pelo gráfico a seguir (Gráfico 3).

**Gráfico 3**  
**Relação Parcial de Inflação para Independência Legal e Taxa de Rotatividade de Dirigentes de Bancos Centrais em Países Industrializados e em Desenvolvimento**



Fonte: Cukierman, Webb e Neyapti (1992, p. 373).

19 A variável  $D = \pi / (1 + \pi)$  foi utilizada por Cukierman, Webb e Neyapti (1992) com o objetivo de atenuar os efeitos de taxas de inflação muito elevadas em seus resultados econométricos.

O painel à esquerda (Gráfico 3) mostra a relação parcial entre o grau de independência legal e a inflação transformada ( $D$ ). A reta negativamente inclinada revela que há uma forte correlação negativa entre independência e inflação para o caso de países industrializados. Por outro lado, a reta horizontal mostra que o grau de independência não afeta a média da inflação ( $D$ ) no caso de países em desenvolvimento.

*“Combining the two samples masks the effect of legal central bank independence on inflation in industrial countries, because including the developing countries raises the average inflation rate ( $D$ ) across the whole range of values for the aggregate index of legal central bank independence. (...) In summary, legal independence is systematically and inversely related to inflation in industrial, but not in developing, countries.”*(Cukierman, Webb e Neyapti, 1992, p. 373, 376, grifo meu)

O painel à direita (Gráfico 3) mostra a relação parcial entre a taxa de rotatividade dos dirigentes dos bancos centrais e a inflação ( $D$ ). A reta positivamente inclinada implica que uma maior rotatividade acarreta um aumento da inflação para o caso de países em desenvolvimento. Em contrapartida, a reta curta e horizontal mostra que tanto a taxa de rotatividade quanto a inflação são geralmente mais baixas nos países industrializados.

*“The overall regressions on the rate of turnover reveal a stronger effect of turnover on real depreciation of money in the entire sample than in developing-country subsample, because the overall regression also reflects differences between industrial and developing countries in the general levels of  $D$  and of turnover rates.”*(Cukierman, Webb e Neyapti, 1992, p. 373)

Trazendo-se para a discussão a proposta de preanúncios para o comportamento das políticas econômicas, aparece a questão relativa à transparência ou controle sobre as metas pretendidas. Sob este aspecto, duas possibilidades extremas podem ser usadas para ilustrar os *trade-offs* envolvidos. Em um extremo, o banco central poderia comprometer-se com a meta referente à base monetária e, de outro, com as metas inflacionárias. No primeiro caso, a precisão do controle é alta desde que a base seja parte das obrigações do banco sobre o qual o controle é perfeito. Entretanto, devido à conexão tênue entre a base e o nível de preços, esta relação não é muito transparente, sobretudo para agentes que não realizam operações constantes nos mercados financeiros. Por outro lado, uma meta que envolva nível de inflação ou de preços é altamente transparente para os agentes desde que eles possam observar o resultado final (por exemplo, se houve ou não aumento dos preços). Entretanto, o

controle do banco central nesse caso é imperfeito, pois diferentemente do controle que ele pode exercer sobre a base monetária seu controle sobre a inflação não é direto.

A delegação de autoridade para um BCI é algumas vezes criticada pelo fato da instituição não adotar uma estrutura democrática, uma vez que os responsáveis pelo banco não são escolhidos via votação. A justificativa para a adoção dessa conduta advém do fato de que caso os dirigentes fossem escolhidos via votação este procedimento viria a contribuir para o aumento do *bias* inflacionário.<sup>20</sup>

Como é bastante conhecido, uma das funções tradicionais do banco central é a sua atuação como prestador de última instância. Uma outra atividade relacionada às suas funções é a regulação prudente e a supervisão das instituições financeiras. Apesar disso, bancos centrais, nos anos 90, têm dado maior ênfase à estabilidade de preços, o que requer uma atenção especial para o *trade-off* entre estabilidade de preços e sua função como prestador de última instância.

O ponto que merece destaque é o fato de que a perseguição da estabilidade de preços pode criar, no curto prazo, um *trade-off* entre estabilidade financeira e estabilidade de preços. Conforme destacado por Cukierman (1994, p. 1445),

*“Since they (banks) lend for longer periods of time than the periods for which they borrow, bank’s profits and liquidity are adversely affected by increases in the level of interest rates that were unanticipated when they committed funds to (fixed rate) loan contracts. The reason is that, when this occurs, each individual bank must raise the rate on deposits in order to prevent a drain of funds. In such circumstances marginal banks experience liquidity problems that force the CB (central bank) to raise the money supply in order to inject liquidity into the system. Thus, short run liquidity problems force the CB to de-emphasize the price stability objective, at least temporarily in order to perform its lender of last resort function.”*

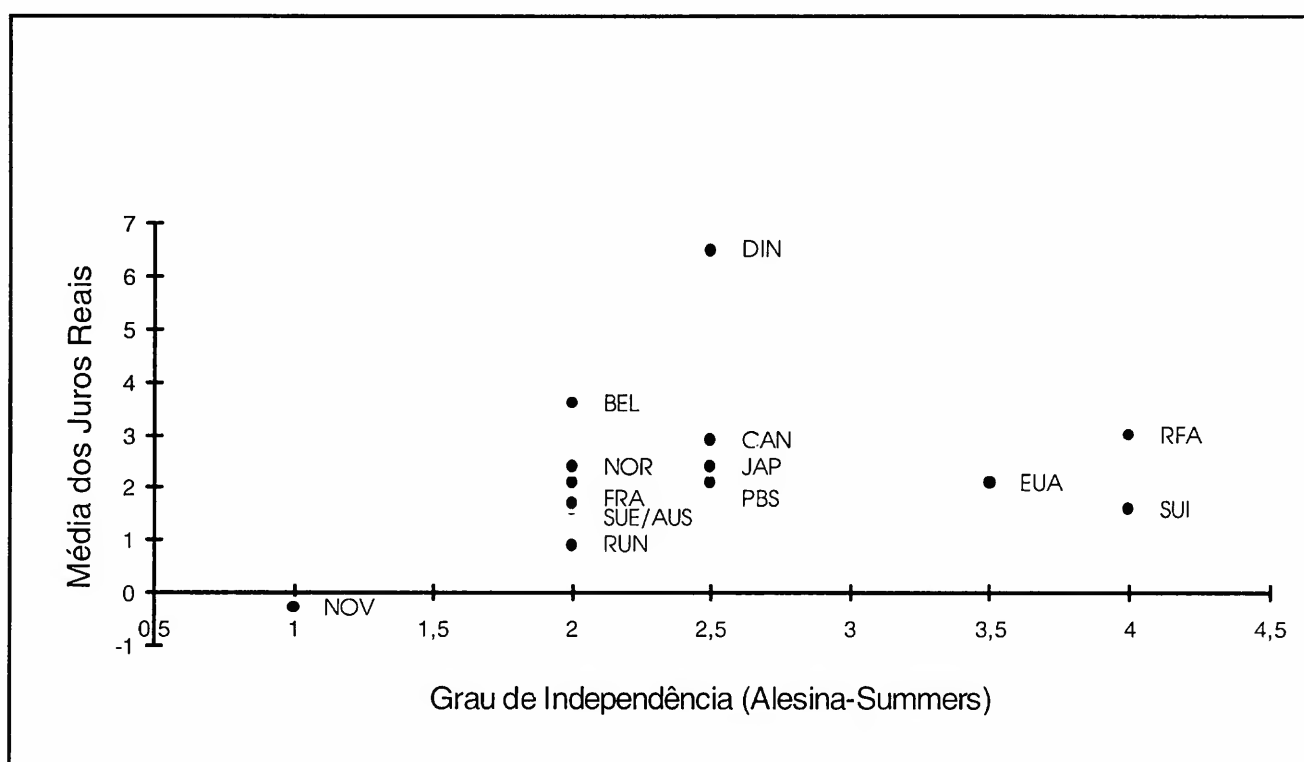
---

20 Para uma leitura sobre a questão envolvendo o aspecto democrático, ver Levy (1995).

Entretanto, dependendo de quanto as taxas de juros flutuam no longo prazo, este *trade-off* é somente temporário. Pode-se observar que quando as taxas de juros não esperadas caem, elevando a liquidez dos bancos, o banco central pode dar fim à liquidez previamente criada sem comprometer o sistema financeiro. O resultado é que o banco central pode, dentro de alguns limites, agir como emprestador de última instância sem abandonar a estabilidade de preços como objetivo primário. Institucionalmente, este objetivo pode ser utilizado pela direção do banco central como forma de dar prioridade a uma baixa taxa de crescimento da liquidez.

### Gráfico 4a

#### G.I. de Bacens de Países Industrializados X Média de Juros Reais, 1973-88

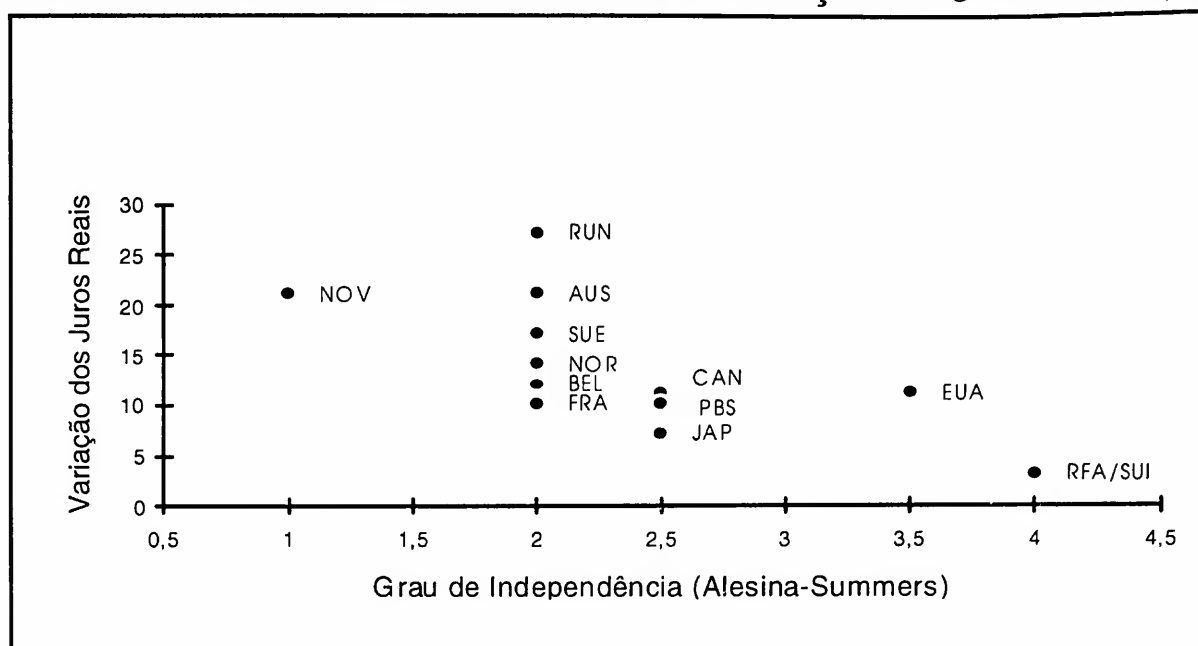


Fonte: Tabela 1 (Apêndice).

Conforme pode ser observado a partir do Gráfico 4a, não há uma clara relação entre independência e média das taxas de juros reais *ex-post*. Este tipo de resultado leva a pensar que enquanto uma política monetária expansionista deve reduzir a taxa de juros no curto prazo, não parece (admitindo-se bancos centrais dependentes) que tal resultado seja válido para períodos além do curto prazo.

## Gráfico 4b

## G.I. de Bacens de Países Industrializados X Variação dos Juros Reais, 1973-88



Fonte: Tabela 1 (Apêndice).

Ao contrário do que foi evidenciado pelo Gráfico 4a, onde se procurou verificar a relação entre a média das taxas de juros reais e o grau de independência dos bancos centrais, e cujo resultado foi uma baixa correlação positiva (0,27) entre as variáveis, pode-se observar, a partir do Gráfico 4b, que há uma significativa correlação negativa (-0,74) entre independência dos bancos centrais e a variabilidade das taxas reais de juros *ex-post*.

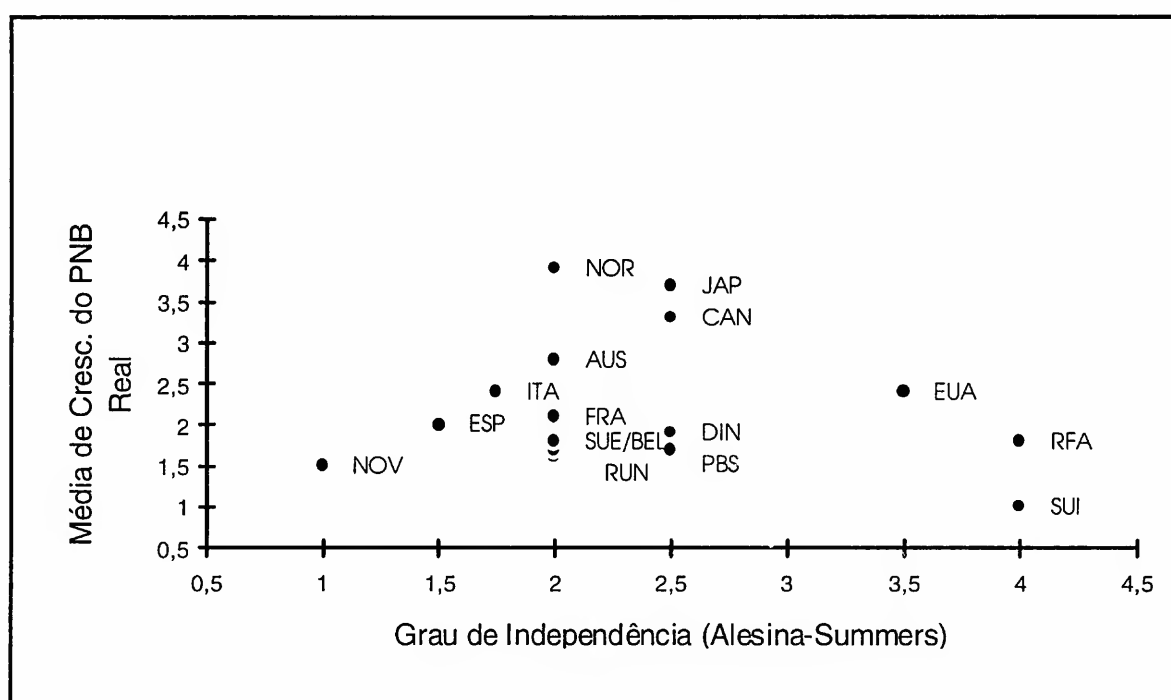
Em relação aos efeitos de um banco central independente sobre o crescimento econômico, duas visões opostas têm sido seguidas na literatura. Alguns autores têm argumentado que a taxa de juros reais depende do crescimento monetário, isto é, assumem que a hipótese de Fisher não garante o efeito Mundell-Tobin. Um baixo nível de inflação, que é causado pelos resultados de uma política monetária restritiva e pela elevação das taxas de juros reais, pode ter efeitos negativos sobre o nível de investimentos e, portanto, sobre o crescimento econômico. Isto evidencia que países com baixo nível de inflação têm tido elevadas taxas de juros *ex-post*.

Há alguns argumentos no sentido de como bancos centrais independentes podem promover crescimento econômico. Primeiro, um banco central independente pode ser menos propenso a pressões políticas e, portanto, age de forma mais prognosticada, o que contribui para maior estabilidade econômica e crescimento. Segundo, muitos economistas, especialmente os envolvidos com bancos centrais, acreditam que taxas moderadas de inflação impõem custos econômicos significantes à sociedade. Boa parte dos economistas tem sustentado a hipótese de que a inflação é prejudicial para o crescimento econômico, uma vez que o efeito direto é um aumento do nível de incerteza. Existe uma forte relação entre o nível e a variabilidade da



inflação, com uma alta variabilidade indicando grande incerteza inflacionária, podendo vir afetar o crescimento econômico. Nesse sentido, a independência de bancos centrais contribuiria para reduzir a variabilidade inflacionária. Além disso, se esta redução na variabilidade inflacionária também indica baixa incerteza para inflação, um BCI poderia ter um efeito positivo para o crescimento econômico.

**Gráfico 5**  
**G.I. de Bacens de Países Industrializados X Média de Crescimento do PNB Real, 1973-87**



Fonte: Tabela 1 (Apêndice).

Conforme destacado por Hahn e Sturm (1992), a evidência empírica não dá suporte aos argumentos favoráveis ao crescimento econômico em virtude de uma maior independência de bancos centrais. O Gráfico 5 ilustra, de forma muito simples, essa questão, apresentando um coeficiente de correlação correspondente a  $-0,14$ , o que não denota que existe uma relação favorável a um maior grau de independência de bancos centrais como forma de promover crescimento econômico.

Um outro aspecto a ser mencionado diz respeito aos testes realizados envolvendo BCI e financiamento do déficit orçamentário. De uma forma geral, os resultados obtidos denotam que bancos centrais considerados como tendo elevado grau de independência, como é o caso do alemão, suíço e do americano, não financiam déficits.<sup>21</sup>

21 Hahn e Sturm (1992) verificaram que o crédito concedido ao governo é influenciado pelo grau de independência dos bancos centrais e, ainda, que o tamanho do déficit público é afetado pelo mesmo motivo.

#### 4 Evidências empíricas para o caso brasileiro

Após ter-se realizado um pequeno *survey* da literatura existente, destacando os principais argumentos de natureza teórica e empírica sobre a questão da independência dos bancos centrais, são destacadas, a seguir, algumas aplicações para o caso do Brasil. Para tanto, serão utilizados os graus de independência obtidos por Rigolon (1997)<sup>22</sup> para o período 1986/96.

De maneira geral há um consenso, na profissão, de que a emissão monetária gera pressão inflacionária<sup>23</sup> e que a presença de déficits fiscais representa um fator de alimentação da emissão monetária. Nesse sentido, se houver monetização do déficit este procedimento caracteriza um claro sinal de subserviência do Banco Central em relação ao Tesouro, o que implica baixo nível de independência do Banco Central. De acordo com o estudo efetuado por Rigolon (1997), o Banco Central do Brasil apresentou maior característica de independência no período 1994-96.<sup>24</sup> Partindo-se desse resultado, a análise aqui pretendida se concentrará no período pós-1994, procurando salientar os possíveis efeitos ocorridos em função do maior nível de independência.

O gráfico a seguir mostra o comportamento da inflação<sup>25</sup> e do grau de independência do Banco Central do Brasil no período 1986-96. Observa-se que houve uma elevação gradativa do grau de independência no período. Entretanto, verifica-se que apesar de ter havido um maior nível de independência, esse resultado não foi suficiente para conter a trajetória ascendente da inflação. Nesse sentido, o *trade-off* grau de independência e nível de inflação para o período pré-1994 não existiu, o que indica não ter havido uma possível relação causal entre maior grau de independência e inflação para esse período. Deve-se lembrar que este resultado é totalmente compatível com a análise efetuada por Cukierman (1992) e que resultou na conclusão de que o grau de independência não afeta a média da inflação no caso de países em desenvolvimento.<sup>26</sup> Quanto ao período 1994-96, há uma clara relação entre maior grau de independência e menor nível de inflação.<sup>27</sup>

---

22 A mensuração do grau de independência do Banco Central do Brasil, obtido pelo autor citado, teve por base um questionário [adaptação do modelo elaborado por Cukierman (1992), ver também Cukierman, Webb e Neyapti (1992)] submetido a todos os presidentes do Banco Central do Brasil [quanto à metodologia empregada, ver Rigolon (1993) - apêndice]. Deve-se destacar que o autor supracitado não apresenta, no estudo realizado, o grau de independência do Banco Central do Brasil para o ano de 1993.

23 Para uma análise simples e bem elaborada da relação emissão monetária-inflação para o caso brasileiro, ver Garcia (1995).

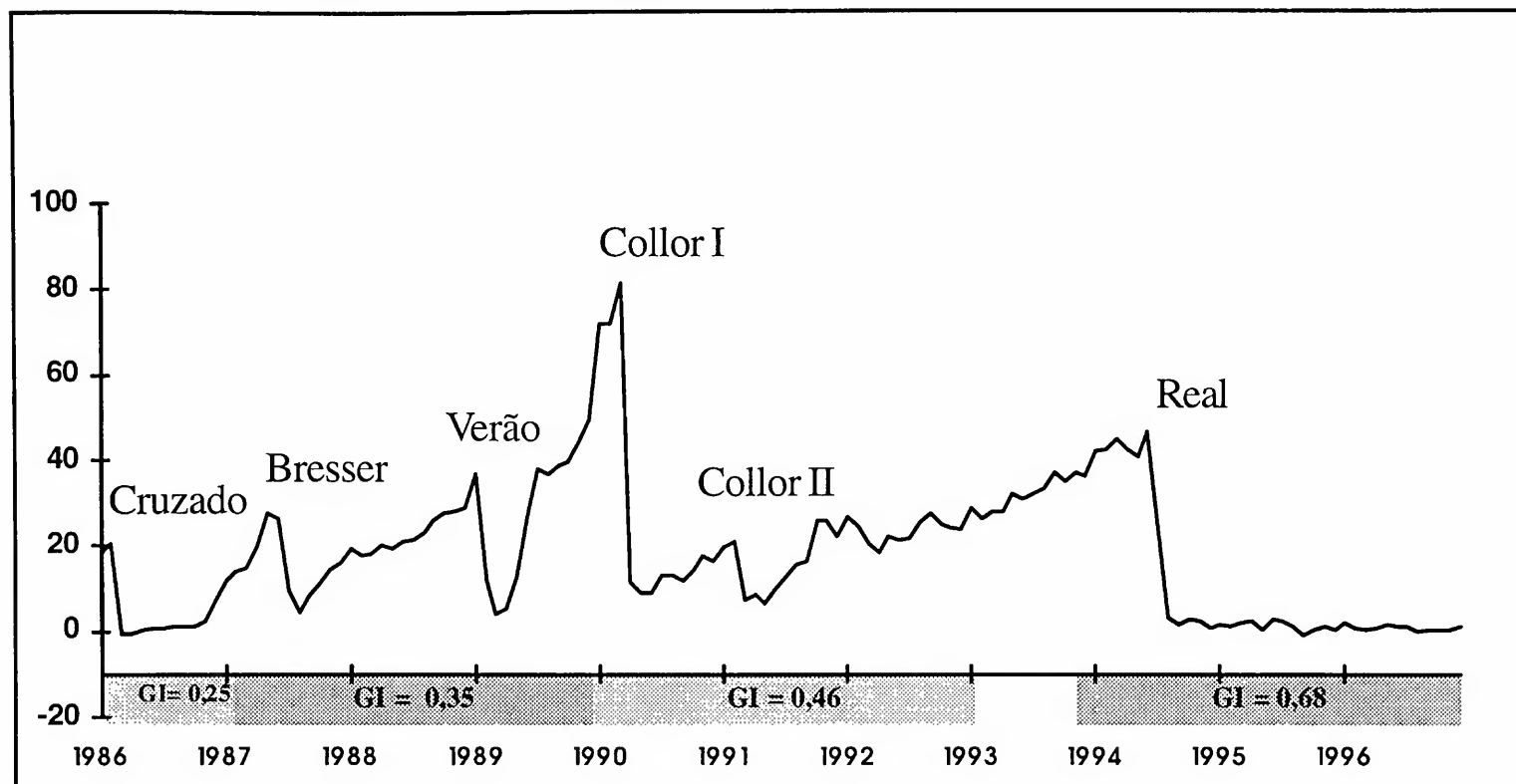
24 Ver apêndice, Tabela 2.

25 Variação mensal do Índice Geral de Preços (Disponibilidade Interna) da Fundação Getúlio Vargas.

26 Conforme destacado na seção 3 deste trabalho. A relação entre grau de independência e inflação para países industrializados e em desenvolvimento foi resumida no Gráfico 3 da referida seção.

27 A possível relação entre maior grau de independência e estabilidade de preços será discutida na próxima seção.

**Gráfico 6**  
**Inflação e Grau de Independência do BCB - 1986-96 (% a.m.)**



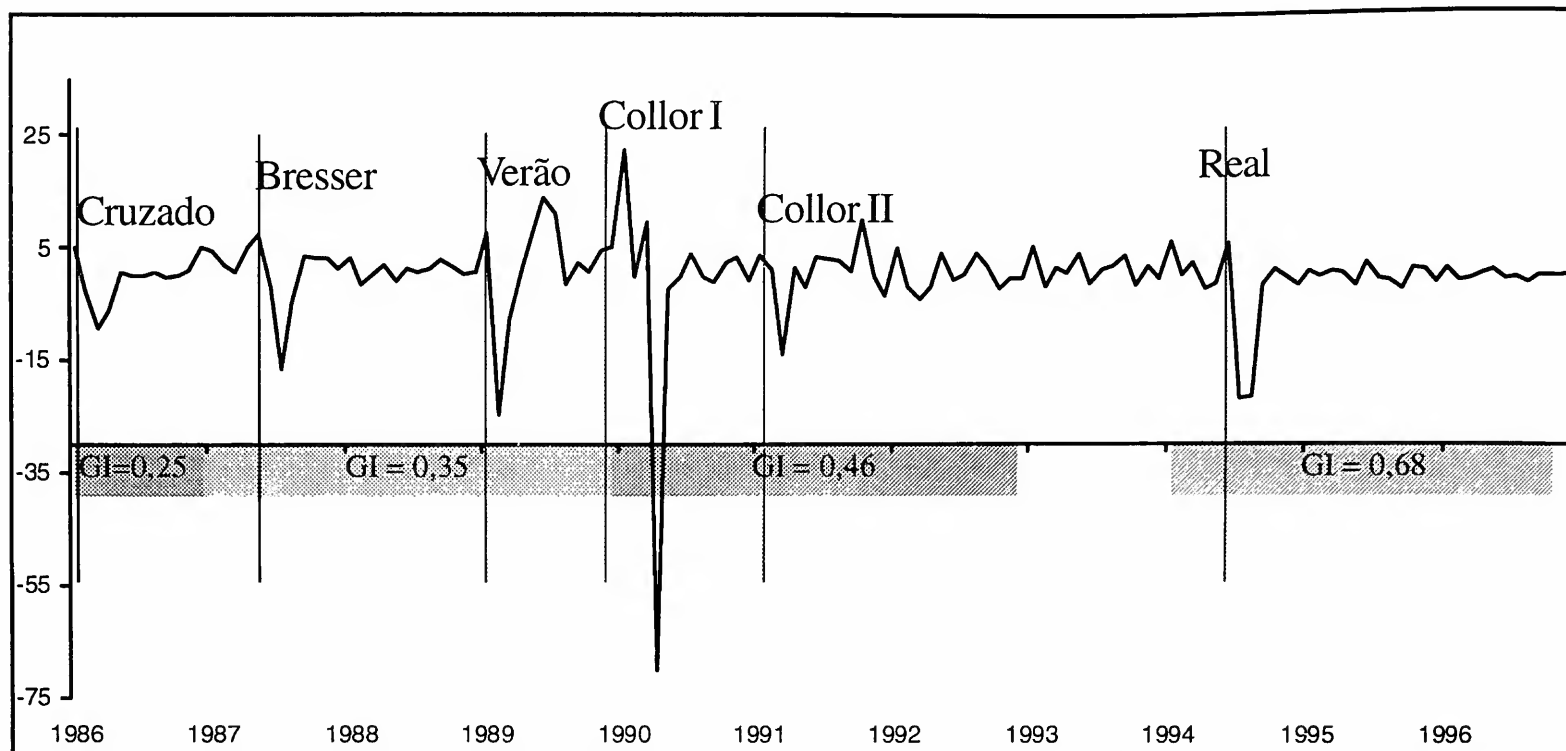
Fontes: Banco Central do Brasil e Rigolon (1997).<sup>28</sup>

Conforme destacado na seção 3 deste artigo, a análise referente à variação da inflação e o grau de independência do banco central também é merecedora de atenção, constituindo-se em importante elemento para explicar o quanto uma maior independência do banco central pode garantir uma menor variabilidade de preços na economia. O Gráfico 7, a seguir, procura salienta o comportamento da variação inflacionária no Brasil no período de 1986 a 1996, relacionando-a com o respectivo grau de independência do banco central. Observa-se que apesar do grau de independência ter aumentado ao longo do período, tal característica não foi suficiente para evitar oscilações abruptas da inflação. O ponto a ser salientado é que uma maior autonomia do banco central não se constituiu em elemento causal para assegurar a estabilidade de preços.<sup>29</sup>

<sup>28</sup> Deve-se destacar que o grau de independência para o ano de 1993 não está disponível. Como o autor deste trabalho decidiu utilizar os graus de independência já disponíveis em Rigolon (1997), achou-se conveniente não efetuar o cálculo para o referido ano para que não ocorressem divergências quanto à metodologia utilizada.

<sup>29</sup> Talvez o leitor mais atento questione o fato de que o período de maior estabilidade inflacionária (com um desvio padrão próximo a 1), período posterior a julho de 1994, corresponda ao maior grau de independência obtido pelo BCB, o que estaria corroborando a idéia de maior independência estar associada a menor variação inflacionária. Entretanto, deve-se lembrar que o elemento responsável pela estabilidade de preços não foi a maior independência do BCB, mas sim a implantação do Real em substituição à URV, representando a etapa final de instalação do Plano Real.

**Gráfico 7**  
**Variação da Inflação e Grau de Independência do BCB 1986-96**



Fonte dos dados básicos: Banco Central do Brasil e Rigolon (1997).

Obs.: A variação da inflação tem por base o IGP-DI da Fundação Getúlio Vargas.

Deve-se ressaltar que com o Plano Real a nova unidade monetária (o Real), além de ter sua emissão limitada por lei, apresentou como garantia o nível de reservas estrangeiras no mesmo volume em circulação, o que sinalizava aos agentes econômicos a idéia do governo de impedir emissões que viessem dar novo fôlego à inflação. Além desse aspecto, foram introduzidos instrumentos e regras com o objetivo de assegurar a estabilidade de preços. Foram estabelecidas metas quantitativas trimestrais para a base monetária, como forma de minimizar a incerteza dos agentes sobre a possibilidade do governo fazer uso do financiamento inflacionário.

De acordo com a Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, que tornou válidos os atos praticados com base nas medidas provisórias que estabeleceram as regras do Plano Real, as metas de expansão monetária deixaram, a partir de 1995, de ser fixadas em lei, passando a ser estimadas em programação monetária trimestral elaborada pelo Banco Central e, após aprovação pelo Conselho Monetário Nacional, encaminhada ao Congresso Nacional. Esta lei concede ao Banco Central do Brasil, indubitavelmente, uma maior liberdade para estabelecer as metas a serem seguidas, contribuindo, de forma significativa, para o maior grau de independência observado no período. Por outro lado, deve-se ressaltar que apesar de o Banco Central ter a capacidade de determinar as metas de expansão monetária, elas terão que ser submetidas ao Congresso, o que pode representar, em última instância, uma subordinação do Banco Central às decisões do governo.

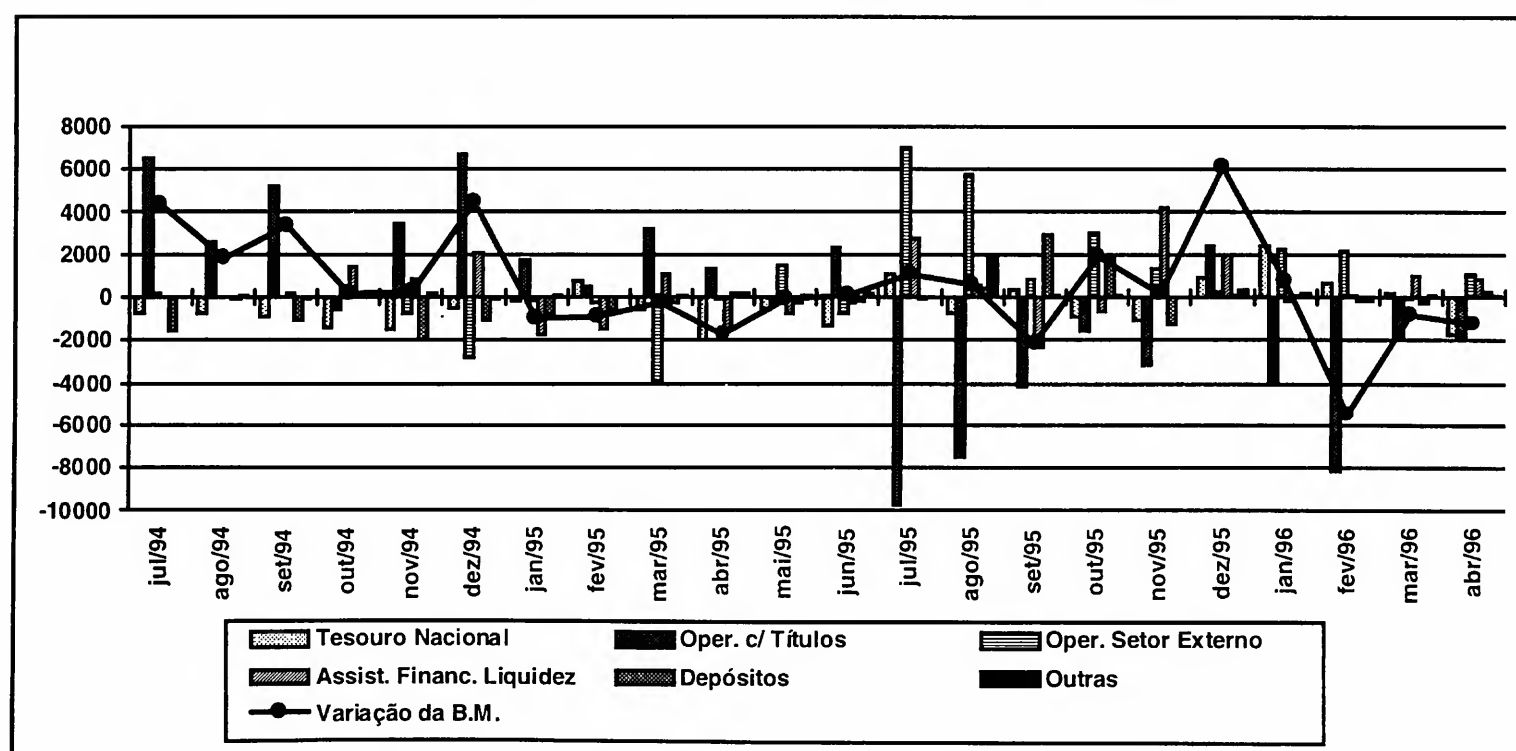
**Tabela 1**  
**Agregados Monetários - 1995/96: Programados e Ocorridos**  
**R\$ bilhões**

Trimestre	B. M. restrita		M1		B. M. ampliada		M4	
	Estimado	Ocorrido	Estimado	Ocorrido	Estimado	Ocorrido	Estimado	Ocorrido
1º/95	17,7 a 18,1	15,7	20,4 a 21,4	18,1	81,0 a 90,0	80,3	176,0 a 188,0	188,2
2º/95	14,9 a 17,4	14,7	17,7 a 20,7	17,7	84,1 a 85,5	83,8	200,4 a 203,6	199,7
3º/95	15,1 a 18,3	15,0	18,2 a 21,8	19,2	87,9 a 94,0	105,1	207,5 a 222,1	229,9
4º/95	18,6 a 23,1	20,7	22,4 a 27,8	26,6	111,0 a 122,7	121,8	233,4 a 258,6	251,2
1º/96	17,0 a 19,9	18,0	21,2 a 24,8	23,4	122,0 a 143,2	137,1	234,8 a 275,7	265,4

Fonte: Banco Central do Brasil.

Conforme pode ser observado pelos dados na Tabela 1, há uma evolução no que se refere ao cumprimento das metas planejadas pelo Banco Central (a partir do último trimestre de 1995 os resultados obtidos encontram-se dentro do intervalo previsto). Como não há sinais de violação da regra estabelecida pelo Banco Central, isto implica redução no *bias* inflacionário, dando maior credibilidade à instituição como importante fator para manter a inflação controlada, uma vez que há a garantia de que não ocorrerão variações nos agregados monetários que possam desencadear um novo processo inflacionário.

**Gráfico 8**  
**Fatores Condicionantes da Base Monetária (R\$ milhões)**



Fonte: Banco Central do Brasil.

Obs.: Tesouro Nacional não inclui operações com títulos.

O Gráfico 8 mostra os fatores responsáveis pela emissão monetária entre julho de 1994 e abril de 1996. No que se refere à expansão da base monetária no período, observa-se que além do processo natural de remonetização que ocorreu devido à transição de uma conjuntura com alto nível de inflação para outra com relativa estabilidade de preços, um outro fator de elevada importância foi responsável pelo aumento da base monetária, sobretudo nos meses de novembro e dezembro de 1995: o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro (Proer). Este programa foi responsável por quase 70% da emissão destinada à assistência financeira de liquidez no período considerado. Esta observação é de fundamental importância porque é um claro indicativo de que mesmo em um ambiente onde a estabilidade de preços é uma preocupação do governo e do Banco Central, diante de uma crise no sistema financeiro o Banco Central deve desempenhar a função de prestador de última instância. Quanto aos fatores contracionistas, o destaque fica por conta das operações realizadas pelo Tesouro Nacional e depósitos compulsórios que, juntos, foram responsáveis por 67% da retração na base monetária.

A atuação do Banco Central no mercado de títulos federais foi marcada por fases distintas ao longo do período: entre o segundo semestre de 1994 e o primeiro semestre de 1995 o Banco Central agiu de forma passiva, atendendo à recomposição dos portfólios dos agentes econômicos que resgataram títulos devido à menor incidência do imposto inflacionário. Por outro lado, no segundo semestre de 1995 e primeiro quadrimestre de 1996 o Banco Central atuou ativamente, absorvendo o excesso de liquidez decorrente da entrada de divisas no período.

No que diz respeito às operações do setor externo, três fases da política cambial são observadas: a primeira perdurou até o início de março de 1995, sendo marcada pela não-intervenção do Banco Central no mercado<sup>30</sup>; a segunda fase, que corresponde ao período de março a junho de 1995, foi caracterizada pela instalação do regime de bandas cambiais<sup>31</sup>; por último, a terceira fase é marcada pela maior monitoração da taxa de câmbio, sendo adotados leilões de *spread* e menores faixas de variação cambial intrabanda.

---

30 É importante destacar que o Banco Central assumiu o compromisso de intervir no mercado toda vez que o dólar atingisse o valor de R\$1. Por outro lado, o Banco Central não se comprometia em garantir a paridade 1R\$ = 1US\$ quando o dólar se situasse abaixo desse valor. Esta situação ficou conhecida como banda assimétrica (limite superior igual a R\$1 e limite inferior inexistente). Na prática, o mercado estabilizou a cotação entre 0,83 e 0,87 R\$ por 1 US\$, havendo intervenções no segmento livre, mediante leilões de divisas apenas no último trimestre de 1994.

31 No início desse período ocorreu um ataque especulativo contra o Real, forçando a intervenção do Banco Central por meio de leilões.

Um outro elemento importante como indicador do maior grau de independência atribuído ao Banco Central diz respeito à receita de senhoriagem da União, visto que ela é capaz de revelar o comportamento do financiamento do setor público via expansão monetária. Dessa forma, uma maior receita de senhoriagem estaria associada a um menor grau de independência, enquanto que uma menor receita de senhoriagem representaria restrições ao financiamento do governo, denotando uma maior independência. Por meio dos dados constantes da Tabela 2 verifica-se que a receita de senhoriagem para o período 1994-96 (especialmente os anos de 1995 e 1996) apresentou queda significativa em relação aos anos anteriores, tendo, portanto, impacto positivo para o maior grau de independência no período supracitado.

**Tabela 2**  
**Receita de Senhoriagem da União - 1995/96**  
**% do PIB**

Anos	Senhoriagem
1985	1,90
1986	3,60
1987	2,00
1988	2,70
1989	3,60
1990	5,00
1991	2,10
1992	2,50
1993	2,10
1994	1,30
1995	0,04
1996	0,01

Fonte: Rigolon (1997, p. 32).

## 5 Reflexões sobre o Brasil

Deve-se lembrar que a questão da independência da autoridade monetária não deve ser observada estritamente pelo ângulo legal. De acordo com a Constituição de 1988, no seu artigo 164, o Banco Central fica proibido de financiar, direta ou indiretamente, o Tesouro Nacional e qualquer entidade que não seja financeira. Como a maior parte dos economistas consideram que o fato do Banco Central não monetizar déficits orçamentários constitui uma das mais importantes características para independência, vale observar que a lei

imposta pela Constituição de 1988 representa um avanço no sentido de maior independência para o Banco Central. Entretanto, conforme salientado pelos próprios dirigentes do Banco, a proibição constitucional depende do aspecto político como forma de fazer com que o Tesouro respeite sua restrição orçamentária intertemporal.<sup>32</sup>

Conforme destacado na segunda seção deste trabalho, é de fundamental importância, para que a autoridade monetária tenha elevado grau de independência, que esta tenha autonomia suficiente para perseguir suas próprias metas e possuir os instrumentos necessários para obtê-las. Como é natural que isto assim o seja, este é um ponto que remete a interpretações inconsistentes. Obviamente, o principal instrumento que deve estar à disposição do Banco Central é a política monetária. Duas formas de uso desse instrumento podem ser feitas e são compatíveis com o elevado grau de independência. A primeira refere-se à fixação das taxas de juros (o FED é um exemplo de Banco Central com elevado grau de independência que adota essa postura); a segunda corresponde ao controle dos agregados monetários (como exemplo pode-se citar o *Bundesbank*). Na prática, a execução da política monetária brasileira baseou-se, na maior parte dos anos 80 e 90, na fixação de taxas de juros de curtíssimo prazo.<sup>33</sup>

O Brasil do Plano Real utiliza, como um dos pilares de sustentação para seu sucesso no combate à inflação, a política cambial sob um regime de bandas. Este tipo de procedimento impõe à política monetária limites para seu uso como instrumento de política econômica. A utilização do controle de agregados monetários fica subordinado aos limites impostos pela banda. Por outro lado, a utilização da fixação da taxa de juros pode gerar um efeito perverso, pois, se for adotado um nível de juros elevado com forma de atrair capital estrangeiro, este termo pode caracterizar um elemento de expansão do déficit governamental.

A proposta de adoção de um Banco Central independente pressupõe a livre utilização de instrumentos de política econômica e que estão à sua disposição para a busca da estabilidade de preços. No caso do Plano Real, é nítida a impossibilidade do livre uso da

---

32 Nesse sentido, observa-se que a elaboração de uma proposta fixando, de preferência, o tempo de mandato dos dirigentes do Banco Central não coincidente com o mandato do chefe do Executivo (tal como adotado nos EUA) reduz a subordinação do Banco, representando um outro elemento de elevada importância para a independência.

33 Na primeira metade da década de 80, mais precisamente entre 1983 e 1985, houve a necessidade de acumulação de reservas estrangeiras devido à crise da dívida. Para tanto, foi utilizada uma política de estabilidade real da taxa de câmbio, fazendo com que a variação do estoque de reservas estrangeiras passasse a depender basicamente da diferença entre as taxas de juros domésticas e as taxas de juros internacionais. Além disso, deve-se destacar que o grau de endogeneidade da expansão monetária tornou-se bastante elevado no período.



política monetária para a busca desse objetivo devido à restrição cambial. Diante desse quadro, teria que ser feita uma opção: ou se mantém a atual estrutura de combate à inflação (que por sinal está dando prova de sua eficácia), ou se modifica a estratégia, atribuindo ao Banco Central o posto de responsável pelo controle da inflação, independente dos objetivos do governo.

Admitindo-se a implantação de um Banco Central Independente no Brasil (deixando de lado as inócuas discussões do cenário político), haveria a necessidade de uma redistribuição dos instrumentos de política econômica entre as autoridades políticas, pois de nada adiantaria um Banco Central “Independente” com domínio apenas sobre a política monetária (o que normalmente é assumido pela literatura). Deve-se ressaltar que, no caso brasileiro, o estoque monetário é endógeno ao sistema, enquanto que a banda cambial representa a variável exógena. Em última instância, pode-se dizer que a política monetária está subordinada à condução da política cambial. Nesse sentido, considerando-se a hipótese de a política monetária ser o único instrumento à disposição do Banco Central, observa-se que não estaria nas mãos da autoridade monetária definir qual o nível de inflação adequado para a economia, uma vez que o governo, de posse da política cambial, possui um instrumento capaz de determinar o comportamento da política monetária. Sendo assim, para que o Banco Central pudesse realmente possuir maior independência haveria a necessidade do controle total não só da política monetária mas também da política cambial. Com o controle sobre esses dois instrumentos, o Banco Central passaria a ter condições reais de formular suas políticas e ser capaz de garantir a estabilidade de preços.

## 6 Conclusões

Apesar de os aspectos teóricos e empíricos apontados pela literatura indicarem as vantagens da adoção de um BCI como elemento de importância para a estabilidade de preços, observa-se que há a necessidade de que um BCI seja dotado de independência de metas e de instrumentos à Fischer para a consecução de seus objetivos (que não necessariamente precisa ser a estabilidade de preços). Nesse sentido, se um banco central for realmente dotado de “independência”, é possível que haja um conflito potencial entre os objetivos do governo e do banco central, que pode acarretar custos sociais elevados.

Quanto à metodologia apresentada por Cukierman (1992) e aplicada por Rigolon (1993 e 1997), observa-se que, no mínimo, esta precisa ser reformulada. Os resultados obtidos para o Brasil no período 1994/96 foi significativo (0,68 para um máximo de 1), o que denota um maior grau de independência para o Banco Central do Brasil. Se for levado em

conta apenas a aplicação técnica da metodologia, o resultado é correto. Entretanto, verifica-se que os elementos-chave para esse resultado são fruto da própria decisão do governo (preocupação com a estabilidade de preços, a manutenção da âncora cambial, o processo de privatizações, redução dos gastos governamentais etc), ou seja, o governo foi responsável pela criação de um cenário econômico onde o Banco Central do Brasil **coopera** na obtenção das metas pretendidas pelo governo. Como é fácil de observar, isso não significa maior independência do Banco Central; há uma clara subordinação do Banco Central ao governo como forma de dar sustentação ao Plano Real. Além disso, observa-se que o resultado de um maior grau de independência deveria aproximar o caso brasileiro da estrutura proposta por Rogoff (1985) ou da de Walsh (1995), o que também não se verifica.

Portanto, pode-se dizer que o cenário brasileiro atual não se mostra favorável à adoção de um Banco Central Independente. A conclusão propalada por Cukierman (1992), de que um banco central independente não representa condição nem necessária nem suficiente para garantir a estabilidade de preços, e repetida diversas vezes pelos teóricos que discutem o assunto, é merecedora de destaque mais uma vez. Por outro lado, a proposta de independência baseada na aplicação de contratos ótimos<sup>34</sup> (nesse caso há apenas independência de instrumentos) parece ser razoável. Entretanto, deve-se destacar que os principais objetivos que devem constar na agenda do governo referem-se ao quadro fiscal. Dessa forma, a discussão em torno da independência de *policy-makers* não parece adequada para os atuais objetivos do governo, o que indica ser mais razoável aceitar a idéia keynesiana de coordenação de políticas econômicas para que o atual Plano continue a dar bons resultados.

## Referências bibliográficas

- Akhtar, M. A. Monetary policy goals and central bank independence. *BNL Quarterly Review*, n. 195, December 1995.
- Alesina, A. & Summers, L. Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence, *Journal of Money, Credit and Banking*, May 1993.
- Alesina, A. & Gatti, R. Independent central banks: low inflation and no cost? *The American Economic Review*, May 1995.
- Bacha, E. L. Plano Real: uma avaliação preliminar. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 2, n. 3, p. 3-26, jun. 1995.

---

<sup>34</sup> Para uma leitura interessante sobre a "teoria dos contratos" ver Salanié (1997). Para o caso aplicado à discussão sobre a independência dos bancos centrais, ver Lohman (1992), Persson e Tabellini (1994), Walsh (1995), Svensson (1997).

Banco Central do Brasil. *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números, 1986/97

Barro, R. J. & Gordon, D. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, North-Holland, 12, p. 101-121, 1983.

Carvalho, F. The independence of central banks: a critical assessment of the arguments. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 18, n. 2., p. 159-175, Winter 1995-96.

Cukierman, A., Webb, S. & Neyapti, B. Measuring the independence of central banks and its effects on policy outcomes. *World Bank Economic Review*, v. 6, n. 3, 1992.

Cukierman, A. *Central bank strategy, credibility, and independence: theory and evidence*. Cambridge, Mass.: The MIT Press, 1992.

\_\_\_\_\_ Central bank independence and monetary control. *The Economic Journal*, 104, p. 1437-1448, November 1994.

\_\_\_\_\_ A economia do banco central. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 50, n. 4, p. 389-426, out./dez. 1996.

Effros, R. The Maastrich Treaty, independence of central bank, and implementing legislation. In: Baliño, T. & Cottarelli, C. (eds.), *Policy issues and country experiences*. Washington: International Monetary Fund, 1994.

Eijffinger, S., & Schalling, E. Central bank independence in twelve industrial countries. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, March, 1993.

Eijffinger, S., & van Keulen, M. Central bank independence in another eleven countries. *Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review*, n. 192, March 1995.

Fischer, S. Central bank independence revisited. *The American Economic Review*, May 1995.

Friedman, M. The role of monetary policy. *American Economic Review*, March 1968.

Garcia, M. G. P. Política monetária e cambial: algumas lições do período 1991-1994. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 25, n. 3, p. 329-353, set.-dez. 1995.

\_\_\_\_\_ *Avoiding some costs of inflation and crawling toward hyperinflation: the case of the Brazilian domestic currency substitute*. Rio de Janeiro: PUC/Departamento de Economia, 1994 (Texto para Discussão, 326).

Goodhart, C. *What should central banks do? What should be their macroeconomic objectives and operations?* *The Economic Journal*, 104, p. 1424-1436, November 1994.

- Hahn, J. & Sturm, J. The case of central bank independence. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, September 1992.
- Holtfrerich, C. *Relations between authorities and governmental institutions: the case of Germany from the 19th century to the present*. In: Toniolo, 1988.
- Levy, D. A. Does an independent central bank violate democracy? *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 18, n. 2., p. 189-210, Winter 1995-96.
- Lohman, S. Optimal commitment in monetary policy: credibility versus flexibility. *American Economic Review*, 82, 1992.
- Mendonça, H. F. Banco central independente e o Plano Real. *Jornal dos Economistas*, Rio de Janeiro, n. 98, p. 7, jun. 1997.
- \_\_\_\_\_. *Bancos centrais independentes: uma análise do debate*. Dissertação de Mestrado, UFF, dez. 1996.
- \_\_\_\_\_. Bancos centrais independentes: uma visão geral do debate. *Pesquisa & Debate*, Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia da PUC-SP, São Paulo: EDUC, n. 9, p. 124-138, nov. 1996.
- Persson, T. & Tabellini, G. Designing institutions for monetary stability. In: Persson & Tabellini (eds.), *Monetary and fiscal policy*. MIT Press, 1994.
- Rigolon, F. J. Z. Independência do banco central: teoria e aplicações para o Brasil. *Ensaio BNDES*, n. 3, abril 1997
- \_\_\_\_\_. *Independência do banco central: o caso do Brasil*. Dissertação de Mestrado, PUC-RJ, set. 1993.
- Rogoff, K. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *The Quarterly Journal of Economics*, November 1985.
- Salanié, B. *The economics of contracts*. MIT Press, 1997.
- Sargent, T. & Wallace, N. "Rational" expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule. *Journal of Political Economy*, v. 83, n. 21, 1975.
- SVENSSON, L.E.O. Optimal inflation targets, "conservative" central banks, and linear inflation contracts. *The American Economic Review*, v. 87. n. 1, March 1997
- Walsh, C. Optimal contracts for central bankers. *American Economic Review*, v. 85, n. 1, p. 150-67. March 1995.

## Apêndice

**Tabela 1**  
**Banco Central Independente e Performance Econômica**

Países	G.I. Alesina -Summers	G.I. Cukierman, Webb, Neyapti	Rotativ. Dirigentes 1980-89	Inflação Média 1980-89	Inflação Média 1973-88	Varição Inflação 1973-88	Média Juros Reais 1973-88	Varição Juros Reais 1973-88	Méd Cresc PNB-Real 1973-87
Espanha	1.5	0.23	0.1	10.0	12.4	22.1	n/a	n/a	2.0
Nova Zelândia	1	0.24	0.3	12.0	12.2	10.5	-.3	21.0	1.5
Austrália	2	0.36	0.2	8.0	9.5	7.3	1.6	21.0	2.8
Itália	1.75	0.25	0.0	11.0	12.5	29.6	n/a	n/a	2.4
Reino Unido	2	0.27	0.1	7.0	6.7	23.5	0.9	27.0	1.6
França	2	0.24	0.2	7.0	8.2	12.6	2.1	10.0	2.1
Dinamarca	2.5	0.50	0.0	7.0	8.6	11.0	6.5	10.0	1.9
Bélgica	2	0.17	0.2	5.0	6.0	11.9	3.6	12.0	1.7
Noruega	2	0.17	0.1	8.0	8.2	5.6	2.4	14.0	3.9
Suécia	2	0.29	0.1	8.0	8.3	7.6	1.7	17.0	1.8
Canadá	2.5	0.45	0.1	6.0	7.2	7.9	2.9	11.0	3.3
Países Baixos	2.5	0.42	0.1	3.0	4.3	10.5	2.1	10.0	1.7
Japão	2.5	0.18	0.3	3.0	4.5	17.1	2.4	7.0	3.7
Estados Unidos	3.5	0.48	0.1	5.0	6.4	11.1	2.1	11.0	2.4
Alemanha	4	0.69	0.1	3.0	3.4	4.0	3.0	3.0	1.8
Suíça	4	0.64	0.2	3.0	3.1	4.3	1.6	3.0	1.0
Argentina	n/a	0.40	1.0	143.0					
Brasil	n/a	0.21	0.8	119.0					
Chile	n/a	0.46	0.8	19.0					
Nicarágua	n/a	0.45	0.4	128.0					
Peru	n/a	0.43	0.3	108.0					
Iugoslávia	n/a	0.17	0.2	73.0					
Israel	n/a	0.39	0.2	72.0					
Colômbia	n/a	0.27	0.2	21.0					
México	n/a	0.34	0.3	50.0					
Uruguai	n/a	0.24	0.3	45.0					
Turquia	n/a	0.46	0.4	41.0					
Costa Rica	n/a	0.47	0.4	23.0					
China	n/a	0.29	0.3	8.0					

Fontes: Alesina e Summers (1993) e Cukierman, Webb e Neyapti (1992).

Obs.: inflação é média geométrica anual, arredondada para centésimos.

**Tabela 2**  
**Graus de Independência para o Banco Central do Brasil**

Períodos	1980/85	1986	1987/89	1990/92	1994/96
GI - Rigolon	0,25	0,35	0,35	0,46	0,68

Fontes: Rigolon (1997).

Obs.:  $0 \leq GI \leq 1$ .

Os principais elementos responsáveis pelo aumento do GI, sobretudo no último período, são: aumento das restrições ao financiamento do setor público, a existência de metas para os agregados monetários com aderência regular e, como não poderia deixar de ser, a estabilidade de preços passou a ser prioritária.

