



**UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA JÚLIO DE MESQUITA FILHO
FACULDADE DE CIÊNCIAS E LETRAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**BANCO CENTRAL INDEPENDENTE: EVOLUÇÃO TEÓRICA
E POSSIBILIDADES DE IMPLANTAÇÃO DESTE SISTEMA**

Orientando: Filipe Fechio Marin

Orientadora: Profa. Dra. Claudia Heller

Banca examinadora: Prof. Dr. Mário Augusto Bertella

Araraquara, 2011

Filipe Fecho Marin

**BANCO CENTRAL INDEPENDENTE: EVOLUÇÃO TEÓRICA
E POSSIBILIDADES DE IMPLANTAÇÃO DESTE SISTEMA**

Monografia

Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Ciências Econômicas

UNESP – Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho

Faculdade de Ciências e Letras

Departamento de Economia

Agradecimentos

Aos meus pais, Francisco e Josemary, que sempre me apoiaram em todas as minhas escolhas e nunca mediram esforços para me dar uma boa educação e ensinar valores que foram essenciais para a formação do meu caráter.

A minha avó, Josefa, que considero minha segunda mãe e que, assim como meus pais, tem todos os méritos da minha formação como pessoa.

Aos meus queridos irmãos, Tiago e Lucas, que se mostraram companheiros em todos os momentos da minha vida e sempre proporcionaram boas risadas e alegrias.

Aos meus amigos, em especial aqueles com quem tive o prazer de passar quatro anos inesquecíveis de muito estudo, mas também de muita diversão.

A minha amada e companheira de todas as horas, Maria Teresa, que nunca me deixou desanimar e sempre esteve comigo, mesmo nos momentos mais difíceis.

A minha orientadora, professora Claudia Heller, que me ajudou muito na elaboração deste trabalho.

A UNESP, por fornecer toda a estrutura necessária para minha formação acadêmica.

Por último agradeço a Deus, que sempre me abriu portas e nunca deixou que eu desistisse de meus objetivos.

Resumo

Este trabalho busca mostrar a evolução teórica da tese de banco central independente e as diversas possibilidades de implantação deste sistema em alguns países. Além de uma breve introdução, está dividido em três capítulos e uma conclusão geral.

O primeiro capítulo descreve a utilização do sistema banco central independente ao longo do século XX por diversos países. É feita uma divisão do século em vários períodos, mostrando como se deu a atuação dos bancos centrais dos países analisados em cada um desses espaços de tempo.

O segundo capítulo analisa os pressupostos teóricos que sustentam a tese de banco central independente, mostrando a evolução das teorias monetárias ortodoxas ao longo do tempo e a importância disso para o tema estudado.

O terceiro capítulo trata do caso brasileiro, apresentando, um breve histórico de seu banco central desde sua criação, passando pelas últimas décadas do século XX, até chegar aos dias atuais. O capítulo encerra com o debate entre os especialistas brasileiros sobre a possibilidade de implantação de um banco central independente no país.

Índice

1. Introdução.....	6
2. Utilização do sistema de banco central independente ao longo do século XX	7
2.1. Breve histórico do padrão-ouro às hiperinflações da década de 1920	7
2.2. Da Grande Depressão ao final da Segunda Guerra: afrouxamento da política monetária e ascensão do keynesianismo	9
2.3. De Bretton Woods às modernas teorias de banco central independente da década de 1980	10
2.4. Do Tratado de Maastricht ao dias atuais: a independência dos bancos centrais ganha força	16
3. Pressupostos teóricos que sustentam a tese de banco central independente.....	21
3.1. Características da moeda para a ortodoxia	21
3.2. A Teoria Quantitativa da Moeda de Fisher e de Cambridge	21
3.2.1. As contribuições de Wicksell	23
3.3. As expectativas adaptativas dos monetaristas	24
3.4. As expectativas racionais dos novo-clássicos	28
3.4.1. A inconsistência dinâmica e o viés inflacionário	30
3.5. A tese de independência dos bancos centrais	31
3.5.1. As três gerações de modelos de banco central independente	31
4. O debate em torno da implantação de um banco central independente no Brasil	34
4.1. Breve histórico do Banco Central do Brasil	34
4.1.1. Os primeiros esforços para a criação de um banco central no Brasil.....	34
4.1.2. A criação do Banco Central do Brasil em 1964	36
4.1.3. Os avanços com a Constituição de 1988	40
4.1.4. O Plano Real e a estabilidade econômica.....	42
4.1.5. A utilização do regime de metas de inflação.....	44
4.2. O debate no Brasil sobre a utilização de um banco central independente.....	45
4.2.1. A estabilidade macroeconômica.....	46
4.2.2. A relação positiva entre independência e investimento privado	47
4.2.3. A proximidade entre o Banco Central do Brasil e o capital financeiro.....	47
4.2.4. Os mandatos fixos para dirigentes do Banco Central do Brasil	48
4.2.5. A prioridade na manutenção do nível de preços.....	50
4.2.6. A preparação da sociedade brasileira para a utilização do sistema.....	51
5. Conclusão	52
6. Bibliografia.....	55

Figuras

Fig. 1 – Relação entre média de inflação e índice de independência dos bancos centrais	12
--	----

Tabelas

Tabela 1 – Índices de independência legal dos bancos centrais	13
Tabela 2 – Reformas de independência dos bancos centrais.....	18

1. Introdução

O tema banco central independente ganhou muita importância nos debates econômicos e políticos nas últimas décadas do século XX, trazendo à tona uma série de discussões e estudos sobre as possibilidades de implantação deste sistema em vários países.

Apesar de alguns bancos centrais mostrarem características de independência há muito tempo, foi a partir da década de 1970, marcada por uma elevação da inflação a nível mundial, perda de influência do keynesianismo e ascensão do monetarismo, que a ideia de dar total independência aos bancos centrais frente aos governos passou a ser vista como uma das maneiras mais eficazes de se conseguir maior estabilidade macroeconômica.

No entanto, para compreender os fundamentos teóricos que sustentam a tese de banco central independente não basta apenas analisar os modelos desenvolvidos na década de 1980, é preciso que se faça um levantamento das teorias monetárias ortodoxas desde os clássicos, as quais já utilizavam conceitos, tais como exogeneidade e neutralidade da moeda, que são fundamentais para o entendimento das modernas teorias de independência de bancos centrais.

De extrema importância também é a análise histórica dos bancos centrais e da sociedade de alguns países específicos, entre eles o Brasil, em que o tema foi ganhando espaço com o passar do tempo, sempre influenciado pela vertente de pensamento econômico que se mostrava dominante no mundo.

No caso brasileiro, o contexto histórico da criação de seu banco central e a luta para torná-lo independente têm suas peculiaridades, das quais se destacam o atraso para se criar esta instituição no país, os inúmeros contratempos e empecilhos enfrentados pela economia brasileira desde então e a recorrente discussão em torno de se permitir ou não uma maior independência ao Banco Central do Brasil.

O debate sobre o tema contrapõe, não somente no Brasil, mas no mundo todo, diversas opiniões, de diferentes correntes econômicas, sendo que cada país acaba por adotar aquele modelo que lhe parece mais adequado e vai de acordo com o que pensam seus formuladores de política econômica.

2. Utilização do sistema de banco central independente ao longo do século XX

2.1. Breve histórico do padrão-ouro às hiperinflações da década de 1920

O sistema monetário internacional no início do século XX era baseado no chamado padrão-ouro, no qual todos os países que o utilizavam atrelavam suas moedas ao ouro. A maioria das grandes potências do planeta utilizava este sistema, que acabava por garantir uma taxa de câmbio fixa entre suas moedas. Com a Primeira Guerra Mundial, este padrão-ouro, criado no século XIX, deixa de ser utilizado pela maioria dos países, principalmente os europeus.

Países como Áustria, Hungria, Polônia, Alemanha e Tchecoslováquia, tiveram, além da destruição de seus territórios, que arcar com dívidas trazidas pelo conflito. A maioria destes contou com a ajuda dos Estados Unidos, durante e depois da guerra, acumulando dívidas com os americanos (Pinto, 2001).

Os Estados Unidos continuaram utilizando o padrão-ouro, convertendo o dólar em uma determinada quantia de ouro demandada. Porém os países europeus já não utilizavam mais este sistema. Para financiar seus déficits orçamentários, estes países passaram a imprimir dinheiro novo sem lastro (Pinto, 2001).

Segundo Sargent, “Essas notas eram sustentadas principalmente por letras do Tesouro que, neste tempo, não podiam ser pagas com a cobrança de impostos, mas somente pela emissão de novas notas ou letras do Tesouro.” (Sargent, 1998, p. 51)

A elevada impressão destas moedas acabou por depreciá-las muito. Com isso, surgiram as chamadas hiperinflações, características deste período. A partir disto, e ao longo da década de 1920, a estabilidade de preços passou a ser o principal objetivo da política econômica em vários países, sendo que a forma de garanti-la passou a ser através da utilização de um banco central independente, isto é, livre de pressões políticas. Para Crocco e Jayme Júnior (2003), portanto, a idéia de banco central independente surgiu nestes países, como uma opção antiinflacionária após o trauma da hiperinflação.

Segundo Nunes e Nunes (1995), a independência, além de relativa, não é uma tendência de evolução natural dos bancos centrais. Ela foi uma forma de reagir frente aos problemas oriundos da Primeira Guerra Mundial.

Os três países que merecem destaque nesse período são Alemanha, Inglaterra e Estados Unidos, sendo que, após o conflito mundial, seus bancos centrais seguiram trajetórias diferentes.

A Alemanha inicialmente desprezou o problema da inflação, porém a hiperinflação causada pelo pagamento das reparações de guerra fez com que o Reichsbank colocasse, ao longo da década de 1920, como principal objetivo de sua política monetária, a busca pela estabilidade de preços. O programa de estabilização da moeda de 1923/24 serve para ilustrar a independência do Reichsbank frente ao governo, e fez com que o país voltasse a estar sujeito à disciplina do padrão-ouro. Este compromisso com o padrão-ouro, no entanto, foi imposto externamente pelos Aliados. (Bastian, 2010; Hetzel, 1990).

Essa preocupação com a estabilidade da moeda também foi sentida na Inglaterra. Mas ao contrário da Alemanha, os ingleses eram temerosos quanto aos possíveis efeitos desestabilizadores que o fim do padrão-ouro poderia causar. Assim sendo, o país voltou ao padrão-ouro, e essa preocupação com a estabilidade da moeda acabou por determinar uma estagnação econômica acompanhada de desemprego no final da década de 1920 (Bastian, 2010).

Por fim, nos Estados Unidos a reação foi um pouco diferente. Seu banco central, chamado *Federal Reserve* (FED), foi criado em 1913. Segundo Forder (2003), a independência, presente em sua legislação, refere-se à independência do banco central em relação ao sistema financeiro, conhecido como *Wall Street*, e não em relação ao governo. Ainda segundo o autor, distorceu-se a história para que o FED passasse a ser visto como isolado de pressões políticas, porém nada com relação a isto pode ser encontrado na lei, nos debates do Congresso em 1913 e em sua própria legislação. Assim sendo, após a Primeira Guerra, o FED não se mostrou preocupado apenas com a inflação, mas também com os indicadores de atividade econômica e desemprego (Almeida, 2005; Bastian, 2010; Hetzel, 1990).

Segundo Nunes e Nunes (1995) *apud* Pinto (2001), a análise dos fatos comprova que os países que adotaram bancos centrais independentes nesse período, tiveram taxas de inflação mais baixas e um controle dos déficits públicos. Suas performances econômicas no período são caracterizadas como de grande êxito, além do fato de terem aprendido a estabilizar preços via utilização deste sistema. Ainda segundo os autores, a inflação foi combatida através de reformas nas políticas fiscais, combinadas com independência dos bancos centrais. Estas reformas impediram que o governo fosse beneficiado por empréstimos e outras vantagens.

2.2. Da Grande Depressão ao final da Segunda Guerra: afrouxamento da política monetária e ascensão do keynesianismo

Com a Grande Depressão dos anos 1930, a recuperação econômica e o problema do desemprego passaram a ser vistos como prioridade. Este período, que vai até a Segunda Guerra Mundial, é caracterizado pela perda relativa de autonomia dos bancos centrais e pela política monetária frouxa. A idéia de que o Estado pode intervir positivamente na economia passou a ganhar espaço. As interpretações da obra de Keynes, que afirmavam que a política fiscal era mais eficaz que a política monetária no estímulo à demanda agregada também ganharam terreno neste período (Bastian, 2010). Cabe ressaltar que a atividade econômica foi a prioridade dos bancos centrais de Alemanha, Inglaterra e Estados Unidos nos períodos de guerra.

Segundo Bastian (2010), na Alemanha o Reichsbank passou a adotar políticas de pleno emprego, porém estas foram adotadas de forma cautelosa, de forma a não contribuir com o aumento da inflação, indo de acordo com o projeto nazista de criação de empregos e rearmamento. O Reichsbank acabou dando lugar, após a Segunda Guerra Mundial, ao novo banco central alemão, o Bundesbank. Sua atuação no pós Segunda Guerra foi muito diferente da dos demais países. Influenciado pelo trauma da hiperinflação dos anos 1920, o Bundesbank sempre buscou dar maior prioridade ao combate à inflação.

O Banco da Inglaterra foi mais radical, concedendo ajuda direta ao setor industrial. O período é caracterizado pelo processo de nacionalização dos bancos centrais. Entre eles estão o Banco Nacional da Dinamarca e o Banco da Reserva da Nova Zelândia (1936), o Banco do Canadá (1938), o Banco da França (1945), o Banco da Holanda e o Banco Nacional da Bélgica (1948), o Banco da Noruega, o Banco da Reserva da Índia (1949) e o Banco da Inglaterra (1946). Neste a nacionalização foi um evento marcante, pois simbolizou a prevalência da visão do Partido Trabalhista, de que a política monetária deve obedecer ao interesse público. Após a Segunda Guerra Mundial, a questão cambial dividiu espaço com a questão do emprego nas preocupações do Banco da Inglaterra. Isto pode ser facilmente comprovado através da análise das dificuldades encontradas nas contas externas inglesas durante as décadas de 1950-60 (Bastian, 2010; Novelli, 1998).

Assim como os outros países, os Estados Unidos também adotaram uma política monetária frouxa, porém utilizaram contrações monetárias para deter possíveis pressões inflacionárias. O FED passou a ser mais ativo no estímulo à economia, talvez para tentar responder às críticas de que fora o causador da Grande Depressão. O pós Segunda Guerra simboliza a busca pelo pleno emprego e crescimento econômico por parte dos Estados

Unidos, o que evidencia um trauma com relação à Grande Depressão e a Segunda Guerra, mostrando a preocupação em não repetir episódios como estes. O período continua, portanto, a marcar a existência de uma política monetária frouxa, assim como a vista na década de 1930. A política monetária foi conduzida levando em conta dois objetivos: crescimento econômico e a inflação, com notável prioridade ao primeiro (Bastian, 2010).

2.3. De Bretton Woods às modernas teorias de banco central independente da década de 1980

As décadas de 1950 e 1960 foram marcadas pela adesão dos principais países ocidentais ao sistema monetário internacional conhecido como Bretton Woods. Segundo este sistema, as moedas dos países membros passariam a estar ligadas ao dólar, sendo que este era ligado ao ouro. Com isso, o dólar passou a ser a moeda forte do sistema financeiro internacional, sendo que os países utilizavam-na para cobrir seus desequilíbrios comerciais.

Como já mencionado, esse período é caracterizado pelo predomínio de idéias keynesianas, segundo as quais o objetivo da política monetária deve ser evitar o desemprego. A preocupação com a inflação não era deixada de lado, porém ela não apresentava uma ameaça ao equilíbrio macroeconômico dos países, que precisavam recuperar, via crescimento econômico, o tempo perdido com a Segunda Guerra. Foi aceito, portanto, um *trade off* entre crescimento a longo prazo, aceitando-se uma pequena porém constante inflação. Os bancos centrais neste período se tornaram uma espécie de agência assistente do Tesouro, visto que as políticas fiscal, monetária e de renda precisavam ser coordenadas (Mendonça, 2003; Goodhart *et al*, 1994 *apud* Novelli, 1998).

A partir da segunda metade da década de 1960, o sistema de Bretton Woods começou a apresentar problemas, derivados da degradação das finanças norte-americanas. O FED passou a ignorar a disciplina monetária prevista no acordo. Neste período o governo precisava financiar a Guerra do Vietnã, seus programas sociais e de transferência de renda, além de seu envolvimento na alocação de crédito para a habitação. Foi iniciado, desse modo, um longo período de criação inflacionária de moeda por parte do FED.

Isto obrigava os outros países a aumentarem a emissão de suas moedas para manterem o câmbio fixo, o que acabava causando uma pressão inflacionária em suas economias (Hetzl, 1990).

No início da década de 1970, além de sofrer com os impactos negativos do primeiro grande choque do petróleo em 1973, a economia mundial apresentava fraco desempenho, passando por um fenômeno conhecido como estagflação, isto é, apresentava uma recessão

combinada com aumento de inflação. Com isto foram levantados muitos questionamentos quanto à eficácia das políticas de inspiração keynesiana, muito utilizadas até então. Neste cenário, surgem muitas novas teorias de caráter ortodoxo para explicar o que estava acontecendo com a economia mundial naquele momento. Entre estas, merecem destaque as idéias monetaristas de Milton Friedman (Mendonça, 2003; Pellegrini, 2004).

Segundo o monetarismo de Friedman, a política monetária causa efeitos reais na economia apenas no curto prazo, o que torna a utilização de regras um mecanismo eficaz para garantir a estabilidade econômica. Isto significa dizer que não deve existir o *trade-off* entre inflação e crescimento econômico, sendo que o objetivo da política monetária deve estar voltado ao primeiro. A partir desta constatação, torna-se mais freqüente a utilização de regras para a política monetária, como a imposição de limites aos agregados monetários e à evolução da taxa de câmbio. No entanto, era preciso garantir, através de um argumento teórico, que era incoerente utilizar a política monetária como forma de alterar variáveis reais da economia no longo prazo. O argumento encontrado foi o da credibilidade da política monetária (Mendonça, 2003; Novelli, 1998; Pellegrini, 2004).

Até a década anterior, acreditava-se que a política monetária poderia ser utilizada de uma maneira contracíclica, para atender a mais de um objetivo, isto é, afetando variáveis reais, como produto e emprego, e nominais (inflação). Mas o cenário apresentado pela economia mundial no início dos anos 1970 fez com que fossem buscados novos mecanismos de combate à inflação (Mendonça, 2003).

Essa nova visão de política monetária, pautada na questão da credibilidade, ganhou força com o surgimento do conceito de expectativas racionais de Robert Lucas e Thomas Sargent, segundo o qual é impossível a política monetária causar efeitos reais na economia, graças ao pressuposto da neutralidade da moeda. Além disso, os estudos de Kydland & Prescott (1977) e Barro & Gordon (1983) mostram a questão fundamental da credibilidade das autoridades na condução das políticas, tornando evidente a necessidade de garantir como única preocupação e objetivo da política monetária a estabilidade de preços (Mendonça, 2003).

Segundo Bastian (2010), na prática, alguns países, entre eles Estados Unidos e Inglaterra, continuaram adotando políticas voltadas para variáveis reais, porém metas monetárias começaram a ser adotadas, mostrando uma aceitação das idéias monetaristas. Novelli (1998) apresenta um conjunto de países que passaram a adotar metas monetárias, entre eles Alemanha e Estados Unidos (1974), Suíça e Canadá (1975) e Inglaterra (1976). No entanto, essa adoção de metas não fez a inflação frear, sendo que a causa apontada foi a

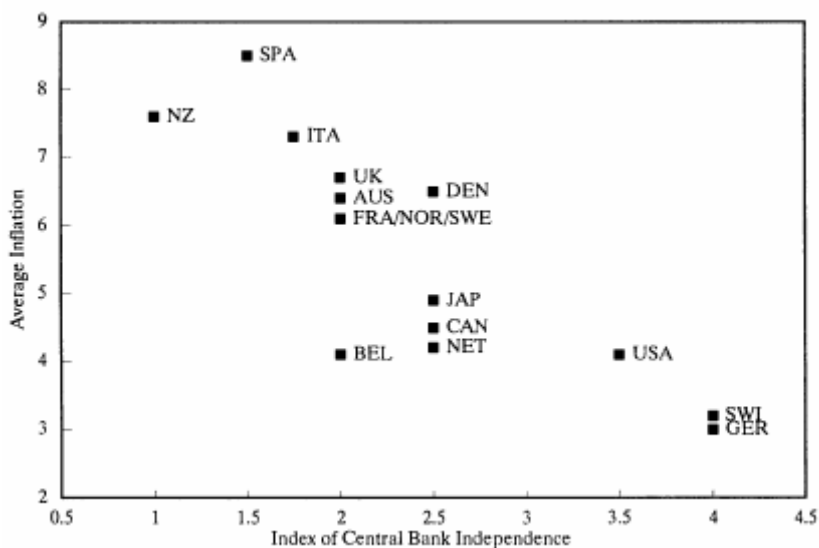
conversão superficial destes governos a tais políticas. Ainda segundo Goodhart (1995) *apud* Novelli (1998), o monetarismo utilizado por esses bancos centrais era pragmático, isto é, valia-se apenas da utilização da taxa de juros para conter a inflação.

No final dos anos 1970, com a publicação de um artigo sobre a inabilidade dos *policymakers* em lidar com o *trade-off* entre inflação e desemprego, o debate sobre banco central independente ganha muita força e destaque no cenário mundial (Kydlund e Prescott, 1977 *apud* Crocco e Jayme Júnior, 2003).

Apesar de existirem estudos sobre a independência dos bancos centrais desde a revolução monetarista na década de 1960, foi a partir dos anos 1980 que um maior número de pesquisas e modelos foram desenvolvidos, como forma de controlar a inflação que estava muito presente na maioria dos países nesse período (Silva, 2004).

Os pesquisadores da década de 1980 descobriram, através de estudos empíricos, uma relação entre inflação e independência do banco central. Essa relação se mostrou negativamente inclinada, isto é, países com elevada independência de seus bancos centrais apresentavam menores taxas de inflação. Esta relação pode ser observada na Fig. 1, que analisa o período de 1955 a 1988:

Fig. 1 – Relação entre média de inflação e índice de independência dos bancos centrais



Fonte: Alesina e Summers, 1993, p. 155.

Determinou-se então um grau de independência para cada país, sendo que alguns se mostraram completamente independentes e outros muito dependentes do Ministério da Fazenda (Pinto, 2001). Isto é mostrado na Tabela 1, que sintetiza quatro diferentes trabalhos

empíricos, que mensuram o índice de independência de alguns bancos centrais. Assim como na Fig. 1, em todas as mensurações Alemanha e Suíça aparecem como as que possuem bancos centrais mais independentes.

Tabela 1 – Índices de independência legal dos bancos centrais

LEGAL INDICES OF CENTRAL-BANK INDEPENDENCE				
Country	Alesina	Grilli, Masciandaro, and Tabellini	Eijffinger- Schaling	Cukierman (LVAU)
Australia	1	9 (3)	1	0.31
Austria	—	9 (3)	3 ^a	0.58
Belgium	2	7 (1)	3	0.19
Canada	2	11 (4)	1	0.46
Denmark	2	8 (3)	4 ^a	0.47
Finland	2	—	3 ^a	0.27
France	2	7 (2)	2	0.28
Germany	4	13 (6)	5	0.66
Greece	—	4 (2)	—	0.51
Iceland	—	—	—	0.36
Ireland	—	7 (3)	—	0.39
Italy	1.5	5 (4)	2	0.22
Japan	3	6 (1)	3	0.16
Netherlands	2	10 (6)	4	0.42
New Zealand	1	3 (0)	3 ^a	0.27
Norway	2	—	2 ^a	0.14
Portugal	—	3 (1)	2 ^a	—
Spain	1	5 (2)	3 ^a	0.21
Sweden	2	—	2	0.27
Switzerland	4	12 (5)	5	0.68
United Kingdom	2	6 (1)	2	0.31
United States	3	12 (5)	3	0.51

Fonte: Eijffinger e De Haan, 1996, p. 23.

Como já mencionado, foi a partir da revolução monetarista de Friedman na década de 1960 que se acabou constatando que o objetivo da política monetária deve ser a estabilização de preços. A ligação disso com a tese de banco central independente se dá pelo fato de que, para muitos estudiosos, esse sistema seria a melhor forma de garantir tal estabilização, pois traria credibilidade às autoridades monetárias, sendo estas livres de pressões políticas.

No entanto, ao contrário do que se possa pensar, Friedman é totalmente contra a utilização de um banco central independente. Este sistema, segundo ele, deixa um poder muito grande nas mãos de poucos homens, sem que haja nenhum controle sobre o mesmo. Além disso, as ações políticas importantes passam a ser altamente dependentes da personalidade dos dirigentes do banco central. Para Friedman o correto seria acabar com os bancos centrais, mas como isso não é possível, é preciso que se adotem regras monetárias que permitam uma expansão da oferta monetária a uma taxa constante (Mendonça, 1999; Novelli, 1998).

Cabe ainda fazer uma análise um pouco mais particular de alguns países durante o período que marca o final da Segunda Guerra Mundial até o fim dos anos 1980. Entre eles Alemanha, Estados Unidos e Inglaterra, incluindo casos de países como Itália e Canadá.

Após dar prioridade à atividade econômica durante a Segunda Guerra Mundial, assim como fizeram Inglaterra e Estados Unidos, a Alemanha passou, a partir da criação do Bundesbank, a ser universalmente reconhecida pela independência de seu banco central, sendo que a busca pela estabilidade de sua moeda ganhou caráter prioritário na política monetária do país desde então (Bastian, 2010; Hetzel, 1990).

Já a Inglaterra não deu prioridade exclusivamente ao objetivo da estabilização dos preços, dando espaço também para a preocupação com sua atividade econômica. Como já exposto, somente em 1976 é que o país passa a adotar metas monetárias mais restritivas (Bastian, 2010; Novelli, 1998).

Nos Estados Unidos, o FED esteve subordinado ao Tesouro do início da Segunda Guerra até o acordo entre ambos em 1951, o qual eliminou a obrigação do FED de monetizar a dívida do Tesouro e lhe deu maior autonomia em relação ao mesmo. Após o acordo e sob o sistema de Bretton Woods, o FED esteve muito compromissado com a estabilidade dos preços. Esse compromisso foi deixado de lado a partir da metade da década de 1960, quando se passou a ignorar a disciplina imposta pelo acordo. É neste período que se localiza o auge da utilização de políticas keynesianas nos Estados Unidos, nos governos de Kennedy e Johnson, em que a política fiscal foi utilizada ativamente, reduzindo-se impostos e elevando os gastos do governo em políticas sociais e de pleno emprego. Além disso, merecem destaque o processo inflacionário causado pela participação do país na Guerra do Vietnã e a conseqüente adoção de uma política monetária restritiva como forma de tentar combater esta inflação (Sicsú 1996 *apud* Silva, 2004; Hetzel, 1990).

A década de 1970 foi marcada por contínuas desvalorizações do dólar, iniciadas no governo Nixon, e que duraram até 1978, além de dois choques do petróleo, o primeiro em 1973 e o segundo em 1979. Isto, aliado aos problemas já existentes no balanço de pagamentos norte-americano e aos danos causados pela inflação, fez com que o presidente do FED, Paul Volcker, aumentasse a taxa de juros de curto prazo através de uma política monetária restritiva. Com a posse de Reagan em 1980, aumentou-se o compromisso com a política monetária. Houve um controle maior nos empréstimos do FED e na geração de moeda. Nesse período, o FED é caracterizado como sendo monetarista e preocupado em manter a estabilidade de preços. Porém, segundo Krugman (1990), esse monetarismo durou menos de três anos (Novelli, 1998).

Esta política restritiva, no entanto, teve seu peso diminuído devido a um período de recessão de 1979 a 1982, que fez com que o governo aumentasse seus gastos, principalmente com armamentos (o chamado keynesianismo militar), como forma de tentar sair da recessão. Além disso, o FED voltou a atuar como emprestador de última instância. Ao longo da década, foram sendo abandonadas as metas monetárias, porém isso não significou uma renúncia à estabilidade de preços, mas sim um momento de avaliação sobre qual o melhor método para alcançá-las (Bastian, 2010; Mollo, 2003; Novelli, 1998).

O Banco Central da Itália, que sempre esteve subordinado ao sistema político, tornou-se interessado pela independência pela primeira vez na década de 1970, quando entrou em colapso seu procedimento de financiamento dos déficits do governo. Isso acabou deixando o Banco Central sem o controle direto da base monetária. Para contornar este problema, ele impôs controles sobre a extensão do crédito dado pelo sistema bancário. Este sistema deixou de funcionar quando o Banco Central perdeu a capacidade de controlar as novas formas de intermediação que surgiram para contornar o sistema bancário. No verão de 1981, o ministro da Fazenda Nina Andreatta anunciou que o Banco da Itália não teria mais a obrigação de financiar os déficits governamentais e isso contribuiria para o controle da inflação e recuperação da conta corrente do país. O divórcio, como ficou conhecido o episódio, representou um aumento substancial no grau de independência do banco central italiano. Este processo, porém, não pode ser explicado com referência à estrutura política da Itália, mas sim através da mudança nas atitudes dos principais atores sociais (bancos, sindicatos e grandes empresas) e nas expectativas dos líderes políticos sobre a posse de cargos na instituição (Goodman, 1991; Hetzel, 1990).

O Canadá tentou a independência de seu banco central na década de 1960, porém houve um choque entre seu presidente, Coyne, e o primeiro ministro, Diefenbaker, sobre qual deveria ser o rumo da política monetária do país. Enquanto Coyne defendia que o país deveria promover políticas monetárias contracionistas, através de seu banco central, Diefenbaker era favorável à abordagem monetária expansionista defendida pelo governo (Almeida, 2005; Macfarlane, 2008).

Coyne acabou demitindo-se, porém causou tantas dificuldades que o governo acabou perdendo as eleições de 1963 para a oposição. A lei do Banco do Canadá foi alterada em 1967, deixando nas mãos do Ministro da Fazenda o poder de determinar as ações do presidente do banco central, ficando claro que quem tem o poder de última instância sobre a política monetária é o governo (Almeida, 2005).

De modo geral, o período que vai da Segunda Guerra Mundial até a década de 1980, pode ser caracterizado como o do nascimento das modernas propostas de banco central independente, discutidas até os dias atuais.

2.4. Do Tratado de Maastricht ao dias atuais: a independência dos bancos centrais ganha força

Ao longo dessas décadas, e com as inovações do sistema financeiro, tornou-se claro que na década de 1990 as propostas em defesa da independência dos bancos centrais deveriam se preocupar em promover a estabilidade monetária e melhorar o desempenho econômico, o que mostraria maturidade e serviria de exemplo. Assim sendo, em todo o mundo surgiram movimentos pró independência. Os bancos centrais passam a serem vistos como elemento de causalidade no processo de estabilidade de preços. Ao contrário daquilo proposto pelos defensores da fixação de regras, passa-se a defender a idéia de que as autoridades monetárias só conseguiriam atingir suas metas estando livres das amarras do governo (Mendonça, 1999; Nunes e Nunes, 1995).

A questão deixou de ser a concessão ou não de independência à autoridade monetária, mas sim qual deve ser seu objetivo e como torná-lo o mais transparente possível, garantindo credibilidade para combater a inflação (Silva, 2004).

Desde 1989 países como Argentina, Chile, Colômbia, México, Uruguai, Venezuela, Bélgica, Bielo-Rússia, Bulgária, Cazaquistão, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Estônia, França, Hungria, Inglaterra, Itália, Letônia, Polônia, Portugal, República Tcheca, Romênia, Rússia, Ucrânia, Nova Zelândia, Israel e Paquistão passaram a tomar algumas medidas que davam maior independência a seus bancos centrais, tais como mandatos mais longos a seus dirigentes, prioridade na estabilização de preços e restrição de financiamento ao setor público. O objetivo dessas medidas era não deixar que as autoridades monetárias sofressem com a influência do governo e de pressões eleitorais. Alguns desses países acabaram voltando atrás, como é o caso da Venezuela, onde a ampliação dos mandatos dos dirigentes de seu banco central acabou enfraquecendo a obtenção da estabilidade de preços, porém a maioria deu seqüência ao processo de independência (Rigolon, 1998).

O sucesso do Bundesbank e da economia da Alemanha ao longo das últimas décadas, as teorias acadêmicas sobre o viés inflacionário existente nos sistemas que adotam políticas discricionárias e os estudos empíricos sobre bancos centrais independentes, influenciaram o processo de unificação monetária européia, obtida através do Tratado de Maastricht (Debelle e Fischer, 1994; Mendonça, 1999).

O Tratado de Maastricht foi anunciado em dezembro de 1991, e implantado em novembro de 1993. Ele estipulou que os bancos centrais dos países que iriam compor o Sistema Europeu de Bancos Centrais (ESCB) deveriam tornar-se independentes antes da data de estabelecimento do mesmo. Através deste Tratado, o Conselho Europeu decidiu que a função do Banco Central Europeu seria a condução da política monetária comum da União Européia, sendo seu objetivo primário a busca pela estabilidade de preços. Para que um país se candidatasse a tornar-se membro da União Européia, o critério de convergência estipulado pelo Tratado era que a inflação deste país não deveria exceder mais que 1,5% a média de inflação dos três países com as menores inflações da União Européia. O ESCB foi estabelecido em 1 de Janeiro de 1999 (Daunfeldt e Luna, 2003; Eijffinger e De Hann, 1996; Mendonça, 1999; Nunes e Nunes, 1995).

Após a assinatura do Tratado de Maastricht surgiram muitos estudos defendendo a tese de independência dos bancos centrais. Além da enorme discussão nas revistas de economia mais importantes do mundo, o assunto passou a fazer parte dos fóruns políticos, o que levou muitos países a aprovarem leis que garantissem maior autonomia a seus bancos centrais (Sicsú, 1996).

A criação do Banco Central Europeu fez o número de bancos centrais independentes crescer na Europa e no resto do mundo. Há pouco tempo, somente Alemanha, Dinamarca e Suíça eram reconhecidas pela independência de seus bancos centrais. Passaram a fazer parte desse grupo, ou pelo menos passaram a adotar medidas pró independência: Reino Unido, França, Hungria, República Tcheca, Espanha, Suécia, Finlândia e outros países escandinavos e da Europa Oriental. Além desses, Nova Zelândia, Chile, Argentina, Canadá, Austrália e Israel deram maior independência a seus bancos centrais. Há também o caso dos Estados Unidos que, embora não apresente uma independência do FED tão radical quanto a do Bundesbank, pode ser incluído neste grupo de países (Almeida, 2005; Daunfeldt e Luna, 2003; Debelle e Fischer, 1994; Eijffinger e De Haan, 1996; Mendonça, 1999; Nunes e Nunes, 1995; Pellegrini, 2004).

A Tabela 2 representa bem o avanço da utilização, pelos países, do sistema de banco central independente ao longo da década de 1990. Nela pode ser observado que 17 dos 23 países da OCDE implementaram reformas institucionais como forma de dar maior independência a seus bancos centrais com relação ao governo.

Tabela 2 – Reformas de independência dos bancos centrais

Countries	Announcement date	Implementation date
Austria	1998-04-24	1999-01-01
Australia	None	None
Belgium	1993-03-22	1993-04-19
Canada	None	None
Denmark	None	None
Finland	1997-07-24	1998-01-01
France	1993-08-04	1994-01-01
Greece	1997-11-**	1997-12-22
Germany	None	None
Japan	1997-06-11	1998-06-22
Iceland	2001-03-27	2001-05-27
Ireland	1998-05-02	1998-06-01
Italy	1998-03-14	1998-04-**
Luxemburg	1998-12-23	1999-01-01
Netherland	1998-05-02	1998-06-01
New Zealand	1989-12-15	1990-02-01
Norway	None	None
Portugal	^a	1998-01-31
Spain	1994-06-01	1994-06-02
Sweden	1998-03-04	1999-01-01
Switzerland	1999-04-18	2000-01-01
United Kingdom	1997-05-06	1998-06-01
USA	None	None

Fonte: Daunfeldt e Luna, 2003, p. 19.

Cabe ainda analisar, de maneira particular, a atuação dos bancos centrais de alguns países como Alemanha, Inglaterra, EUA, França, Nova Zelândia, Holanda e Argentina ao longo da década de 1990, de modo que se entenda como se dá a atuação de um banco central independente na atualidade.

Na Alemanha, o Bundesbank possui um estatuto que confere prioridade à estabilidade de preços, discricionariedade para compatibilizar a prioridade com certos objetivos para a produção e a taxa de desemprego e mandato fixo e longo dos dirigentes. Para De Haan (1997), o Banco Central Europeu herdou as características básicas do modelo alemão. Existe ainda enorme consenso da sociedade alemã em favor da estabilidade de preços, o que garante o sucesso no combate à inflação (Nunes e Nunes, 1995; Pellegrini, 2004).

Na Inglaterra, a relação entre seu banco central e o Tesouro mudou em 1997, quando, no governo Blair, o primeiro passou a ser independente do segundo. A taxa de juros passou a não ser mais de responsabilidade do Ministério das Finanças, sendo que este ainda ficou responsável pelo estabelecimento das metas inflacionárias e pelo Tesouro, além de administrar a dívida do governo, a venda dos títulos governamentais e a supervisão do mercado de títulos. A política cambial ficou muito parecida com o modelo dos Estados Unidos, em que o Tesouro dá ao banco central um fundo de reservas cambiais com o qual podem ser realizadas intervenções em favor das metas inflacionárias designadas. Porém, o Tesouro tem o direito de instruir o banco central a intervir em seu benefício, o que acaba gerando a dúvida sobre quem realmente comanda a política cambial (Almeida, 2005; Nunes e Nunes, 1995).

Nos Estados Unidos, o FED não possui um objetivo preferencial a ser perseguido. Isso, segundo Hetzel (1990), mostra-se como um paradoxo, na medida em que a inexistência desse objetivo preferencial parece torná-lo ainda mais autônomo. Porém, o efeito pode ser o oposto disso, pois o torna mais exposto às pressões do governo.

O FED acaba tendo uma capacidade limitada para manter uma decisão impopular, apesar de ter sua estrutura construída para restringir o poder do governo central. Geralmente, o FED participa, junto com o presidente, da execução da política fiscal. Isto significa que é adotada uma política monetária acomodativa, mantendo as taxas de juros de acordo com a necessidade de financiamento do déficit público. Além disso, existe certa influência por parte do Congresso norte-americano com relação, principalmente, à política monetária a ser adotada. Isso mostra que, apesar dos muitos aspectos que garantem certa independência ao FED (muitos deles acentuados a partir da década de 1980), alguns pontos básicos de independência não são seguidos (Nunes e Nunes, 1995).

Na França, apesar da independência ser legalmente determinada, o banco central atua de acordo com o estabelecido pelo Ministério da Economia. Há ainda, transferência de lucros ao Tesouro, como contrapartida da senhoriagem¹, além da possibilidade da concessão de crédito ao mesmo. Com a entrada do país na União Européia, foram tomadas algumas medidas para dar maior independência a seu banco central (Nunes e Nunes, 1995).

Na Nova Zelândia, o ministro das finanças e o presidente do banco central definem a meta de inflação, sendo que o governo pode, de forma pública, negociar a revisão da meta ou até se sobrepor ao objetivo da estabilidade de preços. O banco central define a atuação no

¹ A senhoriagem nas notas bancárias é simplesmente definida como o juro recebido pelos bancos centrais sobre o montante total de moeda emitida.

mercado cambial de acordo com a meta de inflação, havendo a possibilidade de o governo requerer certa intervenção. Cabe ao banco central avaliar se o pedido não vai contra seus objetivos. Caso vá, o banco central só obedece ao governo após ser feita uma renegociação pública da meta inflacionária. Na Nova Zelândia existe, portanto, segundo Swinburn & Castello-Branco (1991), um modelo de independência com solução pública de conflitos (Pellegrini, 2004).

Na Holanda, antes de sua adesão à União Européia, também existia esse modelo de resolução pública de conflitos entre banco central e governo. Neste país, o governo apresenta suas diretivas formais ao banco central, que apela para o chefe de estado. Na ausência de solução, prevalece a opinião do governo (Pellegrini, 2004).

Na Argentina, tentou-se uma independência formal em 2002. Na ocasião, o presidente do banco central passaria a ter mandato fixo. Porém, este sistema durou apenas seis meses. A independência formal do país funciona somente no papel. Em 2003, no governo Kirchner, o Ministro da Fazenda acabou forçando a demissão do presidente do banco central, que tinha um mandato fixo com anos a vencer (Almeida, 2005).

3. Pressupostos teóricos que sustentam a tese de banco central independente

3.1. Características da moeda para a ortodoxia

Existem alguns pressupostos teóricos que servem como base à tese de banco central independente. Esses pressupostos estão ligados ao significado que se dá à moeda na economia e às suas características. As duas características da moeda que sustentam a tese de banco central independente são: a neutralidade da moeda e a exogeneidade de sua criação.

Ambas as características fazem parte do arcabouço teórico ortodoxo, sendo que é preciso analisar a presença delas ao longo da história das teorias monetárias dessa vertente, de modo que suas definições acabem aparecendo naturalmente ao longo desta análise.

3.2. A Teoria Quantitativa da Moeda de Fisher e de Cambridge

As teorias monetárias ortodoxas que alicerçam a tese de banco central independente têm seus fundamentos na teoria quantitativa da moeda. Esta teoria já havia sido formulada por vários autores ao longo dos séculos XVIII e XIX, porém tornou-se mais conhecida e popular a partir de 1911, com as elaborações do economista americano Irving Fisher em sua equação de trocas e com a versão dos saldos monetários de Cambridge (Carvalho *et al*, 2007).

A equação de trocas ($MV = Py$) relaciona o total de transações efetivadas em um dado período (o valor do fluxo de compras é igual ao valor das vendas realizadas), isto é, relaciona a quantidade de moeda em circulação (M) multiplicada pela velocidade de circulação da mesma (V), com os preços correspondentes dos bens e serviços (P) multiplicados pelo produto (y). Segundo ela, um aumento em uma das variáveis de um lado da equação requer, de modo a preservar a igualdade, um aumento proporcional no outro lado. A quantidade de moeda (M) é determinada independentemente de qualquer uma das outras três variáveis e sempre pode ser considerada como dada (exogeneidade da moeda). Além disso, a teoria quantitativa da moeda considera que, no equilíbrio de longo prazo, a velocidade de circulação da moeda e o produto também são dados. A velocidade é vista como uma variável estável, que muda muito lentamente no tempo, visto que depende de fatores institucionais. Para explicar como a variável produto é constante no longo prazo, é preciso recorrer à chamada Lei de Say (Carvalho *et al*, 2007; Moraes Jr., 1994). Segundo Mollo (2004):

A idéia explicitada pela Lei de Say em seu enunciado é a de que o mesmo processo de produção que cria os produtos (oferta) gera também rendas, ao pagar salários, lucros, juros, rendas fundiárias e aluguéis, rendas essas que serão responsáveis pela compra dos produtos (demanda). Assim, o resultado

da Lei de Say é um resultado harmônico de equilíbrio de mercados em geral, sejam os mercados de produtos, de um lado, sejam os de fatores de produção, como trabalho, capital, terra e recursos naturais, do outro. (Mollo, 2004, p. 324)

A Lei de Say permite concluir que o poder de compra não pode ser criado ou destruído pela moeda através do crédito, sendo que este permite apenas uma alocação intertemporal em favor de consumo presente em detrimento de consumo futuro. Como o máximo que a moeda pode fazer é possibilitar decisões intertemporais de como gastar o poder de compra criado na produção, a economia será consequentemente estável. Assim sendo, o crescimento do produto não sofre influência de variáveis monetárias, mas sim de variáveis reais, como a disponibilidade dos fatores de produção (mão-de-obra, capital e tecnologia). Em uma economia de *laissez-faire* a taxa de crescimento do produto deverá ser igual àquela correspondente à plena utilização dos recursos (y é determinado por fatores reais). A partir da Lei de Say, é possível assegurar que o produto estará no nível de pleno emprego a longo prazo (ele depende da disponibilidade dos fatores de produção), sendo portanto, independente das outras variáveis da equação. A teoria quantitativa da moeda, assim como as idéias de Say, baseia-se na definição de moeda como um “véu”, isto é, sua única função é ser um meio de troca usado para ligar recebimentos e gastos dos agentes, sendo seu único poder o de comprar bens e serviços. Não há a possibilidade de a moeda ser demandada por si mesma, ou seja, não há entesouramento. Com isso, chega-se à conclusão que as mudanças de equilíbrio no nível de preços ocorrem devido a mudanças no estoque de moeda. O nível de preços é, portanto, determinado pela oferta monetária (Carvalho *et al*, 2007; Mollo, 1994; Nunes e Nunes, 1995; Paula, 2004).

A neutralidade da moeda está, desse modo, presente tanto na Lei de Say como na teoria quantitativa da moeda. Desde os clássicos, como David Ricardo, a moeda é considerada incapaz de afetar a taxa de crescimento do produto, sendo que este é determinado por variáveis reais. Tanto em Ricardo (1981) *apud* Nunes e Nunes (1995): “(...) as produções são sempre compradas por produções ou por serviços; o dinheiro é apenas o meio pelo qual a troca é efetuada.” (Ricardo 1981, p. 198 *apud* Nunes e Nunes, 1995, p. 5), como em Say (1983) *apud* Nunes e Nunes (1995): “O dinheiro desempenha apenas um ofício passageiro nessa troca dupla; e, terminadas as trocas, verifica-se sempre: produtos foram pagos com produtos.” (Say 1983, p. 139 *apud* Nunes e Nunes, 1995, p.5), fica clara a presença do conceito de moeda neutra, incapaz de alterar variáveis reais. A teoria quantitativa da moeda

reforça o conceito de neutralidade, separando variáveis reais de variáveis monetárias, o que se denomina dicotomia clássica.

Na versão dos saldos reais de Cambridge, a moeda é vista como uma residência temporária para o poder de compra, no intervalo de tempo entre a venda e compra de mercadorias. Assim sendo, o tempo em que a moeda assume esse status de residência (em que os agentes irão retê-la) tem relação com a renda dos indivíduos. A equação na versão dos saldos reais ($M = kPy$) passa a incorporar o coeficiente marshalliano (k), sendo que este representa a razão do estoque de moeda em relação à renda nominal e é numericamente o inverso de V . Essa equação é considerada a primeira função demanda por moeda. A teoria quantitativa da moeda passa a sugerir que a demanda por moeda é função da renda nominal (taxa de juros não tem efeito sobre a demanda por moeda). Assim como na versão de Fisher, a versão de Cambridge também segue a Lei de Say, em que y deverá estar no nível de pleno emprego a longo prazo e k é independente da oferta de moeda (Carvalho *et al*, 2007).

3.2.1. As contribuições de Wicksell

Wicksell (1969) desenvolveu a teoria quantitativa da moeda, trazendo-a para mais próximo da realidade com a análise de uma economia dotada de um sistema bancário desenvolvido, isto é, uma economia mista de moeda e crédito. Segundo ele existem duas taxas de juros: uma de empréstimos (determinada pelo sistema bancário) e outra natural (que é a taxa de equilíbrio que iguala *ex-ante* a poupança com o investimento planejado a pleno emprego). Como a uma taxa natural de juros a poupança será igual ao investimento, a oferta agregada da economia será igual à demanda agregada, e o nível de preços será estável (Carvalho *et al*, 2007).

Quando a taxa de juros de empréstimos está abaixo da taxa natural (graças ao excesso de moeda em poder dos bancos devido a um aumento endógeno na oferta monetária por parte do Banco Central, por exemplo) o custo do capital é menor que a produtividade marginal do capital, tornando o investimento planejado maior que a poupança. Isto significa dizer que a demanda por empréstimos bancários por parte dos investidores será maior que o volume depositado pelo público. Os bancos podem expandir o volume de depósitos como forma de acomodar esta demanda adicional de crédito. Ao fazerem isto, transformam o excesso desejado de demanda agregada em excesso efetivo de demanda agregada, que acaba transbordando para o mercado de bens, resultando em aumento no nível de preços. Enquanto o diferencial de juros durar, a expansão dos depósitos produzirá um aumento persistente e cumulativo nos preços. A inflação, portanto, é resultado do fato de os bancos não terem

aumentado a taxa de juros de mercado de forma a manter estável a demanda agregada na economia (Carvalho *et al*, 2007).

Porém, esse processo cumulativo nos preços não seria explosivo graças a um fator estabilizador.

O aumento nos preços causado pelo diferencial de taxas de juros gera a necessidade de criação adicional de moeda para satisfazer a demanda transacional real de moeda. A conversão por parte do público de depósitos em meio circulante e a resultante drenagem das reservas bancárias induzem os bancos a aumentar sua taxa de juros de empréstimos até que elas se igualem à taxa natural. Este último passo baixa as reservas dos bancos e, à medida que isto ocorre, também diminui o desejo dos bancos de prover empréstimos. Se os bancos não possuem reserva em excesso e tiverem, por isso, que restaurar as reservas ao seu nível inicial, eles continuarão a aumentar a taxa de mercado em direção à taxa natural, até que os preços retornem ao seu nível preexistente. Resumindo, para Wicksell, o fator responsável pelo qual a taxa de empréstimos converge eventualmente para o nível de equilíbrio natural é a perda de reservas, que acaba afetando a oferta de empréstimos e de depósitos bancários, já que os bancos se defrontam com a necessidade de elevar a taxa de juros para proteger suas reservas. (Carvalho *et al*, 2007, p. 37)

Pode-se concluir, a partir disso, que uma tendência de diminuição temporária da taxa de juros de empréstimos além do nível natural faria com que a moeda desempenhasse um papel efetivo sobre o produto apenas no curto prazo. Porém, graças ao fator estabilizador, no longo prazo a poupança é igual ao investimento, e não há excesso de demanda, havendo assim estabilidade de preços. Conclui-se então que variáveis reais só podem ser alteradas por variáveis monetárias no curto prazo (Carvalho *et al*, 2007; Nunes e Nunes, 1995).

3.3. As expectativas adaptativas dos monetaristas

Após a hegemonia do pensamento keynesiano no pós crise de 1929 e Depressão dos anos 1930, surge na década de 1950 uma nova versão para a teoria quantitativa da moeda, desenvolvida por Milton Friedman, o mais conhecido dos teóricos monetaristas (Moraes Jr., 1994).

Segundo Friedman, a teoria quantitativa da moeda deve ser vista como uma teoria de demanda por moeda, sendo que esta aparece relacionada a um conjunto de variáveis

econômicas de forma previsível e estável. Assim sendo, a demanda por moeda é uma função de variáveis como: renda permanente (valor presente de toda a renda futura esperada); relação entre riqueza humana ² e não humana (quanto maior a riqueza humana maior a demanda por moeda); retorno esperado dos títulos de renda fixa, renda variável e inflação esperada (sendo que para as três variáveis vale dizer que a demanda por moeda diminui quando elas sobem, pois o custo de oportunidade de manter recursos ociosos se eleva); e outros fatores associados a preferências e que podem afetar a utilidade da moeda. A versão desenvolvida por Friedman é uma sofisticação da tradicional abordagem quantitativa de Cambridge, porém, no modelo de Friedman, k , ao contrário da versão de Cambridge, não é fixa, mas sim representa uma função estável de um número menor de variáveis econômicas, permitindo que a velocidade-renda da moeda seja vista como previsível, mesmo não sendo constante (Carvalho *et al*, 2007).

De acordo com a função de demanda por moeda de Friedman, uma mudança na oferta de moeda altera o equilíbrio, sendo que podem ocorrer mudanças compensatórias na renda permanente e nas taxas esperadas de retorno dos ativos, mas o impacto final recai sobre o nível de preços, assim como na teoria quantitativa. Para Friedman também vale a idéia de que variáveis reais só são afetadas por variáveis nominais no curto prazo, não tendo nenhum efeito no longo prazo (Carvalho *at al*, 2007).

Friedman completou sua versão da teoria quantitativa da moeda com suposições adicionais sobre a estrutura da oferta agregada, além da prescrição de uma quantidade ótima de moeda. Para tanto, ampliou a análise da chamada Curva de Phillips, acrescentando o conceito de expectativas adaptativas (Moraes Jr., 1994).

O conceito de Curva de Phillips surgiu no final da década de 1950, sendo seu criador o economista neozelandês Alban William Phillips. Ela relaciona inflação com taxa de desemprego, sendo que se constatou uma relação inversa entre as duas variáveis. A partir disso, a Curva de Phillips passou a ser um importante instrumento na decisão de políticas econômicas, em que os governos podiam escolher entre inflação ou desemprego (Curado *et al*, 2006).

De acordo com Curado *et al* (2006), as mudanças na conjuntura internacional (estagflação), no entanto, fizeram com que no final dos anos 1960 surgissem críticas sobre o modelo proposto por Phillips, entre elas as de Milton Friedman e Edmund Phelps.

² A riqueza humana são os dons, habilidades e conhecimentos das pessoas, isto é, são os valores pessoais que, colocados a serviço do processo social de produção, geram renda. A riqueza não humana são a moeda, os títulos (de renda variável e de renda fixa) e os bens físicos (imóveis e outros ativos materiais).

O principal objetivo destes dois economistas era mostrar que a moeda importa, sendo que é possível reduzir a taxa de desemprego e aumentar o produto com políticas monetárias expansionistas, mesmo que apenas no curto prazo. Porém, foram totalmente contra a utilização da política monetária para esses fins, pois isto só resultaria em desestabilização da economia, não apresentando efeitos positivos no longo prazo. Suas idéias eram baseadas no tripé: taxa natural de desemprego, Curva de Phillips e expectativas adaptativas (Carvalho *et al*, 2007).

A taxa natural de desemprego é aquela encontrada quando a economia está em repouso, não estando sob o efeito de uma intervenção de política monetária. Significa dizer que os mercados (de bens, serviços, crédito e de trabalho) se ajustam automaticamente. No caso do mercado de trabalho, por exemplo, significa dizer que trabalhadores e empresários se encontram com igual poder de decisão e influência. Se o desemprego se encontra excessivo, existem mecanismos de mercado que fazem com que haja uma redução no salário real dos trabalhadores e a contratação daqueles dispostos a aceitar trabalhar por salários mais baixos. Em todos os mercados existe esse mecanismo, que aloca os recursos de forma ótima, seguindo leis de oferta e demanda. Os mercados são, portanto, flexíveis e se equilibram via preços (e salários no caso do mercado de trabalho). Quando a taxa de desemprego de uma economia é igual à sua taxa natural, vigoram apenas o desemprego friccional (trabalhadores apenas temporariamente desempregados pelo fato de informações sobre oferta de emprego não serem instantâneas) e o desemprego voluntário (os trabalhadores estão desempregados porque acreditam que não vale a pena trabalhar pelo salário real oferecido) (Carvalho *et al*, 2007; Crocco e Jayme Jr., 2003).

A versão da Curva de Phillips desenvolvida por Friedman e Phelps utiliza os conceitos de taxa natural de desemprego e expectativas adaptativas para mostrar que no longo prazo, uma elevação da oferta monetária causará apenas elevação no nível de preços. Com o conceito de expectativas adaptativas, assume-se que os trabalhadores formam suas expectativas de preços de acordo com as informações do passado. Quando se sai de uma situação de equilíbrio, em que o estoque de moeda tenha sido mantido constante por vários períodos, uma expansão monetária faz com que o desemprego seja reduzido em relação à sua taxa natural. Havendo esta expansão, os empresários oferecem um salário nominal maior aos trabalhadores que estão voluntariamente desempregados. Estes pensarão que um salário nominal mais elevado representa um salário real mais elevado. Como o estoque de moeda se manteve constante durante vários períodos anteriores, os trabalhadores têm a expectativa de que não haverá inflação. Porém, o que ocorre é a chamada ilusão monetária, pois os preços

aumentam em função da expansão monetária, fazendo com que não haja aumento dos salários reais. Os trabalhadores só percebem isso quando vão comprar bens e serviços. Depois de percebida a ilusão monetária, os trabalhadores decidem retornar ao desemprego voluntário. Conclui-se, portanto, que o desemprego menor que a taxa natural só é mantido no curto prazo (no período de ilusão monetária), voltando para a taxa natural no longo prazo. Isto significa dizer mais uma vez que uma variável monetária só altera uma variável real no curto prazo, ou ainda que neutralidade monetária e taxa natural de desemprego são teoricamente equivalentes (Carvalho *et al*, 2007; Nunes e Nunes, 1995).

Para que o desemprego permaneça abaixo da taxa natural de desemprego, é necessário que os trabalhadores sejam continuamente iludidos. Para que isso seja possível, deve-se adotar continuamente uma política de elevação no estoque de moeda. Isso faz com que a inflação também cresça continuamente (aceleração da velocidade de crescimento dos preços). Somente assim a inflação futura é subestimada permanentemente pelos trabalhadores. Isso leva à chamada Curva de Phillips Aceleracionista, em que a inflação é acelerada indefinidamente (Carvalho *et al*, 2007).

Como essa situação de contínua ilusão monetária faz com que as preferências individuais dos trabalhadores não sejam satisfeitas (redução do nível de satisfação), Friedman se opõe ao seu uso. Além disso:

Ele, Friedman, sugere que, pelo fato do comportamento do estoque monetário ser de importância crítica para o comportamento do PNB real e nominal, e porque a moeda opera com uma defasagem longa e variável, não deveria ser usada política monetária para “fazer a sintonia fina” da economia. O uso ativo da política monetária pode realmente desestabilizar a economia, porque uma ação imposta em 1990 pode afetar a economia em qualquer data futura, como por exemplo, em 1991 ou 1992. Em 1992, a ação imposta pode ser inadequada para a estabilização do PNB (...)

(...) sua visão é a de que a oferta monetária deve ser mantida crescendo a uma taxa constante, para minimizar o estrago potencial que uma política inapropriada pode causar. (Dornbush-Fisher, 1991, p. 793 *apud* Silva, 2004, p. 18)

Isto significa dizer que a inflação deve ser combatida gradualmente, para que os custos sociais sejam menores³. Assim sendo, Friedman defende a utilização de regras como forma de evitar flutuações na economia decorrentes da ação da política monetária (Carvalho *et al*, 2007; Mendonça, 1999).

A análise de Friedman, ao concluir que a política monetária não é um instrumento capaz de deslocar a economia de sua posição natural de forma eficiente no longo prazo, mostra a adoção do caráter de neutralidade da moeda, em que ela serve apenas como meio de troca. Assim sendo, alterações no montante de moeda resultam apenas em efeitos nominais (Mendonça, 1999).

A conclusão a que se chega sobre os monetaristas é que:

(...) apesar de a política monetária expansionista ser capaz de afetar o desemprego no curto-prazo, no longo-prazo ela apenas causa maior inflação. Como a moeda é incapaz de afetar variáveis reais de maneira permanente, estes autores recomendam que a política monetária tenha como único objetivo manter a estabilidade de preços. (Bastian, 2010, p. 5)

3.4. As expectativas racionais dos novo-clássicos

No final dos anos 1970 surgiu uma nova corrente na economia conhecida como novo-clássica. Entre seus representantes estavam Robert Lucas, Thomas Sargent e Neil Wallace.

Os novo-clássicos reforçaram a hipótese de neutralidade da moeda e de taxa natural de desemprego, apesar de voltarem-se parcialmente contra os monetaristas e suas expectativas adaptativas. Ao contrário dos seguidores de Friedman, os economistas desta corrente defendiam o conceito de expectativas racionais, segundo o qual os agentes são racionais, isto é, otimizam as informações ao utilizarem todo o conjunto de informações disponíveis no presente para prever o valor de uma variável no futuro (Carvalho *et al*, 2007). Assim sendo, nas palavras de Crocco e Jayme Júnior (2003):

(...) os agentes econômicos não cometem erros sistemáticos quando fazem suas expectativas sobre inflação, produto e renda. Como os agentes não cometem erros, eles sempre antevêm o resultado de qualquer política adotada pelo governo. Assim, caso o governo tente implementar uma política monetária expansionista visando afetar o produto, renda e emprego, mesmo que no curto prazo, os agentes se anteciparão ao governo,

³ Existe o dilema enfrentado pelas autoridades monetárias de que quanto maior a contração monetária visando reduzir a inflação por meio de um choque, maior será o desemprego em relação àquele expresso pela taxa natural, isto é, maior será o custo social.

aumentando o nível de preços, anulando qualquer efeito sobre o lado real da economia. (Crocco e Jayme Júnior, 2003, p.7)

As modificações feitas pelos novo-clássicos em relação aos monetaristas levaram a resultados ainda mais extremos no que se refere à incapacidade de políticas macroeconômicas de caráter monetário afetarem variáveis reais. A moeda para esta corrente é considerada neutra não somente no longo prazo, mas no curto prazo também, sendo que somente uma inflação de surpresa pode ter algum efeito sobre variáveis reais. Uma medida discricionária do Banco Central produz “ruídos” que podem levar os agentes formadores de preços a errar no curto prazo. Esses erros promovem a perda de credibilidade do Banco Central, produzindo efeitos sobre o nível de produto e emprego somente no curto prazo. Porém no longo prazo, devido à neutralidade da moeda, não há alterações em variáveis reais (Bastian, 2010; Crocco e Jayme Júnior, 2003).

Os novo-clássicos valeram-se da Curva de Phillips para explicar sua teoria. Segundo eles, devido ao fato de os agentes possuírem expectativas racionais, uma expansão monetária anunciada pelo governo significa apenas uma mensagem que preços e salários irão aumentar. Assim sendo, os agentes se antecipam, elevando os preços e os salários da economia, não havendo qualquer alteração nos níveis de produto e emprego. Somente haverá alteração em uma variável real quando for adotada uma política monetária de surpresa, que fará com que haja decepção das expectativas de variação monetária (e conseqüente variação de preços). Os agentes erram em suas expectativas porque são surpreendidos, porém no longo prazo, eles percebem a elevação do nível geral de preços e isto faz com que produto e desemprego voltem às suas taxas naturais (Carvalho *et al*, 2007).

Como uma política monetária não antecipada causa apenas efeitos transitórios nas variáveis reais, os novo-clássicos são contra sua utilização, pois somente causa inflação, elevação das expectativas inflacionárias, desconfiança e incerteza quanto ao comportamento do governo. Assim sendo, a melhor opção é não tentar enganar os agentes para não criar um ambiente de expectativas inflacionárias. As autoridades monetárias devem ter como foco principal a busca pela estabilidade de preços e a minimização dos efeitos negativos de mudanças nas políticas macroeconômicas. Portanto são a favor, assim como os monetaristas, da adoção de regras na política monetária (Bastian, 2010; Carvalho *et al*, 2007).

3.4.1. A inconsistência dinâmica e o viés inflacionário

A utilização de políticas discricionárias é vista como ineficaz devido à chamada inconsistência dinâmica de políticas monetárias, segundo a qual os gestores possuem a cada período, o incentivo a abandoná-la para alcançar outros objetivos, ainda que temporários. Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983) mostram que a falta de habilidade dos políticos de se comprometerem com políticas de baixa inflação pode originar inflação excessiva. Esta falta de habilidade ocorre devido ao chamado viés inflacionário.

Segundo Mollo (2003) e Sicsú (2002), o governo possui em sua conduta o viés inflacionário, que existe graças à existência de imperfeições intertemporais no mercado que fazem com que a autoridade monetária acabe sendo tentada a diminuir o nível de desemprego no curto prazo, mesmo que isso ocasione inflação no longo prazo, e isso faz com que ele descumpra regras e metas monetárias preanunciadas. Segundo Paula (2004), graças ao viés inflacionário, acredita-se que resultados imediatos e passageiros sobre o nível de produto e emprego possuem mais valor que a credibilidade conseguida com regras monetárias. Em períodos eleitorais, por exemplo, o viés inflacionário pode ser visto com maior clareza, sendo que políticas discricionárias expansionistas geralmente são praticadas, visando um resultado positivo nas eleições. Isto leva à perda de credibilidade e dificulta a estabilização de preços, havendo, portanto, a necessidade de garantir a reputação da autoridade monetária, visto que esta garante menores custos no processo de desinflação.

Para lidar com o problema da inabilidade dos *policymakers* em lidar com o *trade-off* entre inflação e desemprego, graças à inconsistência dinâmica e ao viés inflacionário, surgiu, no final dos anos 1970, o debate sobre a necessidade de serem desenvolvidas estruturas que garantissem compromissos institucionais capazes de fortalecer a credibilidade nas regras monetárias adotadas e garantir que o objetivo da política monetária fosse a estabilidade de preços. Uma dessas estruturas é o chamado banco central independente, sendo que esta independência é o que permite ao banco central estar livre de pressões do governo. Isto acaba trazendo efeitos positivos no desempenho econômico, o que possibilita a ocorrência de um ciclo virtuoso de crescimento e estabilidade via mercado (Crocco e Jayme Júnior, 2003; Mollo, 2003; Paula, 2004).

3.5. A tese de independência dos bancos centrais

A tese de banco central independente tem como alicerces, portanto, os pressupostos de inconsistência dinâmica e viés inflacionário, além das já anunciadas características da moeda, isto é, sua neutralidade e exogeneidade.

Cukierman, Webb & Neyapti (1992, p.382) esclareceram que a independência de um BC não significa tão somente autonomia para realizar políticas monetárias sem interferência do governo central, significa acima de tudo independência para perseguir o objetivo da estabilidade de preços, mesmo que esta busca represente sacrificar outros objetivos que podem ser mais importantes para as autoridades políticas. Os proponentes da teses da IBC têm argumentado que um banco central independente deve assumir a tarefa estatutária única de guardião da estabilidade do poder de compra da moeda. (Sicsú, 1996, p. 23)

A independência de um banco central pode ser de objetivos e instrumentos ou apenas de instrumentos. No primeiro, o banco central define livremente sua meta de inflação e pode utilizar os instrumentos monetários com plena autonomia. Já no caso em que a independência é apenas de instrumentos, quem definida a meta de inflação a ser alcançada é o Congresso ou o Executivo (Crocco e Jayme Júnior, 2003).

3.5.1. As três gerações de modelos de banco central independente

Ao longo dos anos 1980 e 1990 foram desenvolvidos diversos modelos de independência para os bancos centrais, com o objetivo de eliminar a inconsistência dinâmica e o viés inflacionário, garantindo assim a estabilidade de preços como principal objetivo de um banco central. Esses modelos podem ser divididos em três gerações diferentes.

A primeira geração de modelos baseia-se na proposta de Rogoff (1985), conhecida como “agente conservador”. Consiste na idéia de delegar a política monetária a um banqueiro central que possua aversão à inflação maior que a média da sociedade, e que, portanto, atue de acordo com os objetivos de estabilização pré-definidos. Segundo este autor, existe uma função de perda social que considera os desvios tanto da inflação quanto do produto em relação ao seu nível ótimo. Esta perda pode ser reduzida quando é adotado um modelo de vários períodos no qual o banco central procura desenvolver uma reputação. A partir disso, a delegação da política monetária a uma pessoa que dê maior importância à função de bem-estar social (um banqueiro central conservador) contribuiria de forma a minimizar a função de

perda. Porém, não seria apenas a escolha de um banqueiro central avesso à inflação que garantiria a estabilidade macroeconômica. Isso não adiantaria se não estivesse claro que o objetivo do banco central seria o combate à inflação e não o aumento de emprego, e se o banco central e seu presidente não estivessem livres da interferência governamental ao exercer a política monetária necessária para atingir este objetivo (inflação baixa). No entanto, o próprio Rogoff aponta o risco desta proposta, que é a perda de flexibilidade da política monetária e a despreocupação com os choques de oferta sobre produção e taxa de desemprego (Mendonça, 1999; Pellegrini 2004; Silva, 2004).

Com a segunda geração de modelos, o debate passou a girar em torno da busca de uma forma democrática de a autoridade monetária exercer sua atividade de maneira independente, prestando contas de seus atos à sociedade. A resposta para resolver esta questão veio de autores como Walsh (1995) e Persson & Tabellini (1993), e utilizou ferramentas da teoria do agente-principal. Segundo esta, é firmado um contrato ótimo entre governo e banco central, sendo que é imposta uma penalidade ao banco central caso não se cumpra o que está no contrato. A intenção é criar incentivos que eliminem a inconsistência temporal da política monetária e, por conseqüência, o viés inflacionário da economia. O objetivo era buscar a estabilidade de preços e transparência nas ações do banco central. Esse modelo tem como vantagem, em relação aos de primeira geração, o fato de que a otimização social é obtida independentemente de governo e banco central partilharem da mesma função objetivo e do mesmo conjunto de informações. Porém, o que ocasionou questionamentos sobre a segunda geração de modelos foi o fato de ela utilizar apenas a independência de instrumentos. Assim sendo, caso não fosse delegada independência institucional à autoridade monetária (isto é, independência de objetivos também), dificilmente se manteriam os contratos propostos pelos teóricos da segunda geração, em períodos de desemprego elevado, em que a pressão para criar políticas de aumento do emprego é maior (Mendonça, 1999; Mendonça, 2000 *apud* Silva, 2004; Pellegrini 2004).

Os modelos da terceira geração buscaram unir os modelos das gerações anteriores, centrando a discussão dentro da própria teoria de independência do banco central. Destaca-se o modelo sugerido por Svensson (1997), que utiliza a delegação de autonomia a um banco central com característica conservadora associado ao nível de inflação desejado. O objetivo da terceira geração passou a ser como tornar o banco central independente com maior nível de transparência possível, se concentrando em atingir o nível de inflação determinado pela sociedade (Mendonça, 2000; Silva, 2004).

O chamado regime de metas de inflação é visto como uma forma eficaz de se garantir esse maior nível de transparência. Segundo ele, é estabelecida uma meta pelo governo ou parlamento. Esta deve ser perseguida pelo banco central, sendo que sua política monetária tem o objetivo de alcançar essa meta (Sicsú, 2002).

No modelo de Svensson (1997), um regime de meta inflacionária é interpretado como um arranjo do agente e o principal, em que a sociedade (o principal), representada pelo governo, delega a política monetária ao banco central (o agente). Este tem controle perfeito sobre a inflação. O resultado encontrado indica que pode ser obtido um equilíbrio que corresponda a uma regra ótima sob compromisso (Mendonça, 2002).

4. O debate em torno da implantação de um banco central independente no Brasil

4.1. Breve histórico do Banco Central do Brasil

Antes de se chegar ao debate entre aqueles que defendem e os que criticam a implantação de um banco central independente no Brasil, é preciso analisar o processo que levou à criação desta instituição no país, bem como identificar as dificuldades encontradas ao longo do mesmo.

A idéia de um banco central independente, em relação ao governo, ao Banco do Brasil e aos bancos comerciais confunde-se com a própria luta histórica pela criação do Banco Central do Brasil. Esse esforço, conduzido basicamente por Octávio Gouvêa de Bulhões, Eugênio Gudín, Dênio Nogueira e Casimiro Ribeiro, dentre outros, começa no início da década de 1940 e parece ainda não ter terminado, pois a discussão sobre seu estatuto final continua na atualidade (Corazza, 2006).

4.1.1. Os primeiros esforços para a criação de um banco central no Brasil

Segundo Bulhões (1990) *apud* Corazza (2006), o primeiro embrião do banco central brasileiro foi a recriação da Carteira de Redesconto (Cared) do Banco do Brasil em 1930 (esta havia sido criada em 1921 e desativada em 1923), porém é admitido que aconteceram duas tentativas anteriores, a primeira em 1923 no mandato do presidente Arthur Bernardes, e a segunda resultou da Missão Niemeyer, chefiada por este diretor do Banco da Inglaterra, em 1931, que sugeriu a transformação do Banco do Brasil em banco central. Mas o principal avanço ocorreu com a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), em 2 de abril de 1945, pelo Decreto Lei nº 7.293 do presidente Dutra. A criação deste órgão foi fruto dos esforços de um grupo de economistas liderados por Gudín e Bulhões, que afirmavam que o Brasil precisava ter uma moeda estável e isso só seria possível com uma instituição nos moldes de um banco central, e das orientações da nova ordem internacional representada por Bretton Woods.

Os objetivos principais da SUMOC eram exercer a coordenação sobre a política monetária e preparar o país para a criação de um banco central. Seus idealizadores queriam, através de sua criação, uma autoridade monetária independente não somente do governo, mas de todos aqueles grupos que se valiam do uso fácil da emissão de moeda para financiar seus negócios. Porém, a história do Banco Central do Brasil é marcada por uma forte e permanente resistência à sua criação. Assim sendo, esse processo de preparação do país para a criação de

um banco central acabou levando quase vinte anos, tornando o Brasil um dos últimos países do mundo a criar seu banco central (Corazza, 2006; Silva, 2004).

Se por um lado a defesa da criação de um banco central no Brasil era representada por economistas liberais, liderados por Gudin e Bulhões, e pelas recomendações de instituições internacionais como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial, as forças que atuavam como resistência à criação de um banco central no Brasil são apontadas por Nogueira (1994) *apud* Corazza (2006) como sendo o Congresso e o Banco do Brasil, sendo que estes representavam claramente os interesses de alguns setores do campo, do setor urbano industrial e dos banqueiros, além dos interesses do próprio governo, que via a possibilidade de criação de um banco central como um entrave para o uso da emissão monetária como forma de suprir deficiências de seu sistema fiscal.

A atuação da SUMOC foi marcada por vários conflitos com o Banco do Brasil, sendo que este utilizava o argumento de que já desempenhava as funções de um banco central, não sendo necessária a criação do mesmo. Como o Banco do Brasil não conseguiu impedir a criação do novo órgão, procurou meios de mantê-lo sob sua subordinação. Assim sendo, instrumentos importantes da SUMOC, como a Carteira de Redesconto e a Carteira de Mobilização Bancária (Camob), bem como a Caixa de Depósito das reservas bancárias, passaram a fazer parte da estrutura do Banco do Brasil. Isso impedia o principal objetivo da SUMOC que era controlar a moeda e o crédito (Corazza, 2006).

Somente na segunda metade da década de 1950 a SUMOC se fortaleceu nas suas funções específicas (típicas de um banco central) e conseguiu estabelecer uma divisão clara das atribuições pertencentes a ela, ao Banco do Brasil e ao Tesouro. Porém, apesar desta divisão de atribuições, esse sistema monetário permitia um processo descontrolado de criação de moeda por parte do Banco do Brasil, sendo que este possuía três atribuições consideradas incompatíveis com a política monetária: ser agente financeiro do Tesouro, autorizado a realizar operações de crédito; ser o depositário das reservas voluntárias dos bancos comerciais; e ainda ser o maior banco comercial do país e o único banco rural. Com esse mecanismo, portanto, não era possível qualquer controle sobre a emissão dos meios de pagamento, sendo que a SUMOC passou a ser vista como incapaz de trazer o aperfeiçoamento institucional desejado com a sua criação. A partir disso surgiram muitas críticas sobre esta estrutura e cada vez mais se aumentaram os esforços para a criação de um banco central que fosse independente desse mecanismo perverso de criação de moeda (Corazza, 2006).

4.1.2. A criação do Banco Central do Brasil em 1964

Após várias tentativas de reestruturação do sistema bancário brasileiro, iniciadas em 1947, em março de 1963 o presidente da República João Goulart encaminhou ao Congresso Nacional a Mensagem nº 52, que apresentava um projeto de reforma bancária. Ao longo de 1964, já sob o governo militar de Castelo Branco e com Bulhões como Ministro da Fazenda, ocorreram diversas negociações, que resultaram em um projeto apresentado pelo relator da Comissão Especial da Câmara, deputado Ulysses Guimarães. Este foi aprovado na Câmara em 22 de setembro de 1964 e no Senado em 23 de novembro do mesmo ano. Em 31 de dezembro de 1964 foi promulgada a Lei nº 4.595, criando o Banco Central da República do Brasil, nome alterado em 1967 para Banco Central do Brasil. A nova instituição deveria funcionar de forma independente, formulando a política de moeda e crédito e regulando o valor interno da moeda de modo a prevenir surtos inflacionários ou deflações de origem interna e externa. O Banco Central do Brasil substituiu a SUMOC, com todas as suas atribuições, mas com importantes mudanças. A emissão de moeda ficou sob sua inteira responsabilidade e as operações de crédito ao Tesouro só poderiam ser feitas agora pelo Banco Central, através da aquisição de títulos emitidos pelo Tesouro. A Cared e a Camob foram abolidas, e seus valores líquidos incorporados ao Banco Central. O controle e a execução das operações de câmbio passaram do Banco do Brasil para o Banco Central. O Banco do Brasil perdeu o privilégio de fornecer crédito ao governo, sendo que o Banco Central ficou com a possibilidade de delegar ao Banco do Brasil a função de guardar as reservas voluntárias dos bancos e de efetuar a compensação de cheques. Além disso, foi abolida a Caixa de Amortização do Tesouro, instituída em 1827 e responsável pela administração das dívidas interna e externa federal, e a função de emitir tornou-se privilégio do Banco Central (Corazza, 2006; Farias, 2000; Martins, 1998; Silva, 2004).

Através desta reforma bancária também foi criado o Conselho Monetário Nacional (CMN), que substituiria o Conselho da SUMOC e funcionaria como um órgão normativo, isto é, tinha o objetivo de formular a política monetária que seria seguida pelo Banco Central (o executor das normas). O CMN era composto pelo Ministro da Fazenda (presidente), os presidentes do BNDE e do Banco do Brasil, além de seis membros nomeados pelo presidente da República com aprovação do Congresso Nacional. Destes, quatro comporiam a diretoria do Banco Central. A Lei determinava ainda que os diretores do Banco Central teriam mandatos fixos (Farias, 2000; Novelli, 1998).

Essa estrutura criada parecia ser a ideal para que o banco central brasileiro assumisse as funções de um banco central clássico, isto é, com características que permitissem

identificá-lo como independente. Porém, muitos desvios acabaram fazendo com que houvesse uma distorção do papel do recém criado Banco Central do Brasil. A criação do CMN, por exemplo, foi uma forma de atender às pressões de políticos e intelectuais de cunho desenvolvimentistas, que tinham receio de perder o controle sobre a condução da política monetária do país. Esta característica, desde já pode ser apontada como um desvio da idéia de um banco central totalmente independente do governo (Martins, 1998; Silva, 2004).

Além disso, segundo Campos (1995) *apud* Martins (1998), existiram outros quatro desvios que acarretaram em distorção do papel do Banco Central. O primeiro deles se refere ao relacionamento do Banco Central do Brasil com o Banco do Brasil, pois apesar deste ter tido uma grande perda de influência sobre o primeiro, os canais que o ligavam ao Banco Central não foram totalmente extintos. A maior distorção resultante deste vínculo entre as instituições se refere à chamada Conta Movimento do Banco do Brasil.

(...) como agente fiscal, o Banco do Brasil continuaria a receber e movimentar depósitos do Tesouro, assim como realizar serviços por conta do Banco Central. Inicialmente essa conta seria liquidada gradualmente, com juros de 1% sobre o saldo devedor [mas] gradualmente a “conta movimento” passou a ser uma espécie de redesconto automático dos financiamentos do Banco do Brasil. No auge do processo, a “conta movimento” chegou a ultrapassar a Base Monetária. (Campos, 1995, p. 667 *apud* Martins, 1998, p. 22)

Isto significa dizer que, através da Conta Movimento, o Banco do Brasil (de caráter desenvolvimentista) seria capaz de financiar seus projetos através da emissão de moeda por parte do Banco Central. As operações do Banco do Brasil tinham impacto sobre o passivo monetário do Banco Central, isto é, a Base Monetária. Havia com isto a dificuldade por parte da autoridade monetária em controlar os meios de pagamento. A Conta Movimento só acabou em 1986, com o então Ministro da Fazenda Dilson Funaro, como forma de ter maior controle sobre os meios de pagamento, sendo que seu fim foi consolidado com a promulgação da Constituição de 1988, que passou a vedar ao Banco do Brasil o direito de conceder empréstimos ao Tesouro Nacional ou qualquer outro órgão que não fosse instituição financeira (Almeida, 2005; Silva, 2004).

Além disso, e este é o segundo desvio apontado por Campos (1995) *apud* Martins (1998), era permitido ao Banco do Brasil possuir funções únicas de autoridade monetária, como por exemplo, receber os depósitos voluntários dos bancos privados. “Acertou-se,

durante a fase de transição (que depois se tornou permanente), que o Banco do Brasil fosse autorizado a recebê-los, tornando-se ele, de fato, autoridade monetária.” (Campos, 1995, p. 667 *apud* Martins, 1998, p. 22)

Isto significa dizer que o Banco do Brasil era caracterizado como um banco híbrido, pois este tinha, ao mesmo tempo, características de banco central e de banco comercial, com poderes econômicos e políticos.

É possível, então, concluir que, nem do ponto de vista do Banco do Brasil, dividindo o papel de Autoridade Monetária, nem do ponto de vista do mecanismo de emissão de moeda, nada ou quase nada foi mudado pela Reforma Bancária, em relação ao sistema anterior. (Sochaczewski, 1980, p.357 *apud* Corazza, 2006, pp.5-6)

O terceiro desvio se refere à atitude do Banco Central do Brasil em atribuir para si, por pressão de alguns setores, como o agrícola, funções de fomento na economia brasileira. Segundo Campos (1995) *apud* Martins (1998), o então presidente do Banco Central na época, Dênio Nogueira, admitiu esta postura da instituição como forma de evitar que o Banco do Brasil e o BNDE cedessem às pressões para retirar dos empréstimos a correção monetária. Isso faria com que o Banco Central evitasse pressões sobre o Tesouro. A intenção era boa, segundo o autor, porém insuficiente, e ia em desacordo com as funções estabilizadoras de uma autoridade monetária. Além disso, em Corazza (2006) é apontado outro imbróglio entre Banco Central do Brasil, Tesouro e Banco do Brasil, através das relações entre o Orçamento Fiscal (OF) e o Orçamento Monetário (OM) e deste com a Conta Movimento. O OM foi criado pela Reforma para dimensionar as metas de expansão monetária, propostas pelo CMN e administradas pelo Banco Central. O OF deveria refletir a programação das receitas e despesas fiscais do Tesouro. Porém, muitas despesas de cunho fiscal não eram registradas no OF, mas sim no OM e na Conta Movimento. Com isso, uma crise fiscal não apareceria no OF, mas sim parcialmente no OM e na Conta Movimento. Isto significa dizer que ela (a crise fiscal) ficava oculta nessa relação entre Tesouro, Banco Central e Banco do Brasil, de modo que vários dispêndios do Tesouro acabavam sendo bancados pelas autoridades monetárias. Não bastasse tudo isso, a administração da dívida pública passou também para o Banco Central com a Lei Complementar nº 12, de 08.11.81. Por essa Lei, ficava o CMN autorizado a dispensar consignação de recursos orçamentários para pagamento de juros e outros encargos da dívida pública junto ao Banco Central. Dessa forma, o Banco Central passava a abrigar um conjunto de despesas de responsabilidade do Tesouro, as quais não apareciam no seu

orçamento. A administração da dívida pública, juntamente com a Conta Movimento, criava, portanto, dois mecanismos de gastos de difícil controle para o Banco Central do Brasil.

O quarto desvio apontado por Campos (1995) *apud* Martins (1998) foi a violação dos mandatos dos dirigentes do Banco Central, que deveriam ser fixos e só poderiam ser interrompidos por renúncia espontânea. Porém, segundo Almeida (2005) e Silva (2004), isto durou apenas até 1967 (na verdade, os mandatos fixos continuaram formalmente até a aprovação da Lei nº. 6.045, de 15.05.74, que extinguiu os mandatos da diretoria do Banco Central, passou a tornar seu presidente membro do CMN e estipular que os diretores do Banco Central fossem membros sem direito a voto no CMN), quando o presidente da instituição, Dênio Nogueira, foi forçado a pedir demissão. Segundo Delfim Netto (2005), que era Ministro da Fazenda na época, a demissão ocorreu porque Dênio Nogueira trouxe uma política monetária extremamente dura.

O tema da independência do Banco Central voltou à agenda política e econômica em 1978, com a proposta exposta por José Carlos de Moraes Abreu, então diretor-geral do Banco Itaú e membro do CMN, porém para muitos a independência era algo difícil de imaginar em um governo antidemocrático como era o do Brasil nesse período. Passaram a se contrapor visões totalmente diferentes com relação ao papel prioritário do Banco Central. Enquanto para alguns, como Carlos Brandão (presidente da instituição de 15/3 a 16/8/79), a estabilização da economia deveria ser o principal objetivo do Banco Central, para outros, como Ernane Galvêas (que sucedeu Brandão), o objetivo principal deveria ser auxiliar o desenvolvimento nacional (Novelli, 1998).

O debate prosseguiu e se acentuou durante a década de 1980, a partir do fracasso dos sucessivos planos de estabilização implementados naquela década. O tema banco central independente ganhou maior destaque na imprensa e apoio dos banqueiros. Algumas mudanças representaram avanços em termos da autonomia instrumental do Banco Central, principalmente a partir de 1985. Houve a retirada das operações fiscais da instituição, vedando expressamente o financiamento ao governo. Embora isto não tenha ocorrido de forma efetiva como se esperava, na prática, o financiamento do déficit público através da emissão de moeda diminuiu consideravelmente. O maior problema para o Banco Central era controlar os bancos estaduais, que eram utilizados pelos governos como forma de financiar seus projetos de investimento. A luta pela extinção da Conta Movimento e a separação definitiva do Banco do Brasil em relação ao Banco Central iniciou em 1985 e só terminou na Constituição de 1988 (Corazza, 2006; Pellegrini, 2004; Silva, 2004).

Assim sendo, apesar dos avanços da década de 1980 no que diz respeito a uma maior autonomia instrumental do Banco Central do Brasil, ele aparece em Cukierman, Webb & Neyapti (1992), como um dos bancos centrais menos autônomos daquela década. A troca de seu presidente se deu a cada um ano e três meses nos anos 1980, o que mostra menor autonomia. O Banco Central atuou neste período mais como uma autarquia do Ministério da Fazenda com caráter desenvolvimentista do que como autoridade monetária que buscasse estabilidade monetária. O Banco Central é apontado neste período como subordinado quase que totalmente ao governo (Silva, 2004).

4.1.3. Os avanços com a Constituição de 1988

A constituição de 1988 foi a principal causadora dos avanços da década de 1980 no que diz respeito a uma maior independência do Banco Central do Brasil. A Conta Movimento, que conforme já exposto acabou em 1986, teve seu fim consolidado com a nova Constituição, que em seu Artigo 164, parágrafo primeiro determinou que: “é vedado ao Banco Central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira.” (Silva, 2004).

Nas palavras de Farias (2000):

A inclusão na Constituição de 1988, da proibição de emissão de moeda pelo Banco Central, com a finalidade de financiar o déficit público, caracterizou-se como uma das mais importantes medidas aprovadas pelos constituintes e a de maior impacto na política econômica do País, possibilitando que se percebesse melhor, a partir de então, a importância do papel do Banco Central enquanto emissor de moeda. (Farias, 2000, p.34)

Além de tornar o Banco Central o único emissor de moeda do Brasil, a Constituição de 1988 definiu que esta instituição seria a superintendente do sistema financeiro, a executora das políticas monetária e cambial, a gestora do compulsório e funcionaria como banqueiro do governo (Souza, 2009).

A independência do Banco Central foi representada na Constituição pelo Artigo 192, que estabeleceu a criação de uma lei complementar para regular a reforma do Sistema Financeiro Nacional. Esta ficou em aberto para discussão futura, o que acabou fazendo com que o debate sobre a independência do Banco Central do Brasil permanecesse em foco nos anos seguintes, o que realmente se comprovou com a realização de um Congresso realizado na USP em 1992, com o título “Reforma do Sistema Financeiro Nacional”. Além da proibição

de o Banco Central financiar o Tesouro, o fato de seus diretores passarem a ser nomeados pelo Senado da República também representou um avanço na independência desta instituição (Corazza, 2006; Martins, 1998; Novelli, 1998; Silva, 2004).

Com todas estas mudanças, o Banco Central do Brasil pareceu se aproximar, pelo menos do ponto de vista institucional, dos modelos clássicos de banco central com elevados graus de independência. Faltaria apenas garantir a seus diretores mandatos fixos e a garantia de seu presidente não ser demitido durante seu mandato. No entanto, no segundo parágrafo do Artigo 164 foi mantido um mecanismo indireto de financiamento do governo, permitindo que o Banco Central comprasse e vendesse títulos do governo com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros. Esse mecanismo acabou representando um retrocesso na questão da independência, pois nada mais era que um financiamento disfarçado. Além disso, e talvez esse tenha sido o maior problema enfrentado pelo Banco Central na época, havia a dificuldade de atuar rigorosamente sobre os bancos estaduais, que eram utilizados pelos governos das unidades da federação para financiar seus projetos de investimento. Com isso, os empréstimos concedidos pelo Banco Central para cobrir os rombos dos bancos estaduais acabavam sendo financiados pela emissão de moeda (Corazza, 2000; Saddi 1997 *apud* Novelli 1998; Silva, 2004).

A capacidade política dos governadores de desafiar os controles do Banco Central dificultava o exercício de sua autoridade sobre os bancos estaduais. Para um banco privado, não cumprir os requerimentos do Banco Central significava correr o risco da intervenção; para um banco estadual, a intervenção não dependia apenas da atuação do Banco Central, mas também de poder do governador e do estado no jogo político da Federação. O princípio básico de regulação do sistema financeiro ficava, dessa forma, rompido. Um banco estadual, escudado no poder político do governador do respectivo estado, não era alcançado pelo controle do Banco Central.

Os bancos estaduais tinham um potencial praticamente ilimitado de gerar passivos a descoberto que eram depois financiados com empréstimos extraordinários do Banco Central, de modo que, embora os bancos estaduais não pudessem criar moeda, eles podiam onerar o déficit federal com os valores correspondentes ao socorro financeiro que o Banco Central, no fim das contas, tinha que aportar, por pressões políticas. (Farias, 2000, pp. 35-36)

O período que vai da Constituição de 1988 até o Plano Real em 1994 foi de muita instabilidade do ponto de vista político. Foram três planos de estabilização (Verão, Collor I e Collor II) e um de alicerce (Plano de Ação Imediata) para o Plano Real que seria implantado, além da passagem de sete ministros e sete presidentes do Banco Central, no Ministério da Fazenda e Banco Central do Brasil, respectivamente. Nesse cenário, a política do Banco Central sempre se mostrou condicionada às ações do Executivo. A instituição não efetuava o controle dos níveis de preços e não tinha a confiança dos agentes econômicos, tendo um papel de coadjuvante na economia brasileira e não podendo ser caracterizada como uma instituição independente e garantidora do poder de compra da moeda (Silva, 2004; Souza, 2009).

Todos esses problemas só fizeram com que a inflação não parasse de crescer no período. As palavras de Rigolon (1998) resumem o cenário que podia ser visto naquele momento:

Adicionalmente, a baixa independência legal do BACEN permitiu que fatores menos permanentes, tais como personalidades, ideologias e alianças mutáveis no interior do setor público, afetassem a independência real, os objetivos, a escolha de instrumentos e os resultados da política monetária. Em particular, o objetivo da estabilidade dos preços foi permanentemente sacrificado nesse período em troca de outros motivos para a expansão monetária, como emprego elevado, coleta de senhoriagem, equilíbrio no balanço de pagamentos e estabilidade do sistema financeiro. Elevado ativismo e alta preferência intertemporal da política monetária amplificaram o impacto da incerteza política na escolha dos instrumentos e, dado o erro de controle, na expansão monetária efetiva e na inflação média. Finalmente, alta incerteza política resultou em elevada incerteza inflacionária, parte da qual se converteu em significativa variância da inflação. (Rigolon, 1998, p. 417)

4.1.4. O Plano Real e a estabilidade econômica

A partir de 1994, com a implantação da Medida Provisória nº 434, que posteriormente deu origem ao Plano Real pela Lei 9.069 de 29/06/1995, nota-se um aumento gradual da independência do Banco Central do Brasil, muito provavelmente graças à estabilização da economia a partir desse ano. A instituição passou a ter papel ativo na economia nacional, iniciando um processo de respeito e confiança por parte dos agentes econômicos e obtendo êxito no controle dos níveis de preços (Silva, 2004; Souza, 2009).

Com a referida lei pretendia-se eliminar o mecanismo de expansão monetária utilizado pelos bancos estaduais, que ao financiarem seus governos sem recursos pré-existentes,

acabavam se tornando insolventes. A partir disso, qualquer verificação de gestão inadequada nos bancos estaduais, deveria ser comunicada ao Ministério Público Federal, sendo os administradores da instituição financeira sujeitos às penalidades impostas pela chamada Lei do Colarinho Branco. Com a medida provisória nº 1.514, de agosto de 1996, foi instituído o PROES (Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária), que estabelecia que o Banco Central não cobriria mais insolvências dos bancos estaduais, sendo que os governadores teriam quatro opções para resolver o problema quando seus bancos necessitassem de intervenção do Banco Central: liquidação, privatização, criação de agência de fomento e saneamento e manutenção do banco. Essa lei mostrou claramente a intenção do Banco Central em acabar com os bancos estaduais ou, caso os governos estaduais insistissem em mantê-los, que isso fosse feito através de uma política de transparência e responsabilidade financeira (Silva, 2004).

A lei também reformulou a composição do CMN, eliminando todos os membros tidos como desnecessários à política de busca de estabilidade da moeda. Este passou a ser composto apenas pelos ministros da Fazenda, do Planejamento e Orçamento e pelo presidente do Banco Central. O CMN ficou proibido de autorizar a emissão de moeda, sendo esta função única do Banco Central do Brasil. Além disso, o Banco Central passou a atuar de forma mais direta em questões tidas como primordiais na busca pela estabilização da moeda, como bandas cambiais, compulsórios, intervenção no sistema financeiro e criação do Comitê de Política Monetária (COPOM) (Silva, 2004).

De forma geral, a referida lei e demais medidas tomadas pelo governo federal no decorrer do período, atacou diretamente três problemas tidos como empecilhos para a manutenção da estabilidade no Brasil: implantação de metas para a expansão dos agregados monetários; reformulação do conselho monetário nacional e reestruturação dos bancos estaduais, acabando com seu poder de pressionar pela emissão de moedas. (Silva, 2004, pg.61)

No final dos anos 1990 o Banco Central, apesar de compromissado com outras questões como a manutenção do câmbio fixo, não se absteve da busca pela estabilidade de preços, mesmo em períodos de crises internacionais como as da Ásia e da Rússia, em que o Banco Central reafirmou este compromisso com o controle dos níveis de preços elevando a taxa de juros da economia para evitar a saída de dólares e tomando crédito junto a organismos internacionais como forma de recompor suas reservas cambiais. Assim sendo, no período que

vai de 1994 a 1999, o Banco Central atuou de modo muito semelhante aos modelos clássicos de banco central independente, mantendo níveis de preços controlados e executando a política monetária com os instrumentos disponíveis (elevação dos juros e manutenção da âncora cambial) (Silva, 2004; Souza, 2009).

No entanto, apesar da redução na rotatividade do cargo de presidente do Banco Central de Brasil vista no período, esta ocorreu bem mais pela conquista da estabilidade econômica e a sua conseqüente estabilidade política do que por conquistas legais. Assim sendo, embora muitos tenham sido os ganhos no que se refere a uma maior independência do Banco Central do Brasil após o Plano Real, estes ocorreram apenas na prática, sem mudança legal, sendo que basta o governo querer para que ele mude drasticamente a política do Banco Central, visto que legalmente este não possui autonomia frente ao Executivo (Silva, 2004).

4.1.5. A utilização do regime de metas de inflação

Com a adoção do regime de metas de inflação pelo Decreto nº 3.088, de 21 de Junho de 1999, a idéia de um banco central brasileiro independente surgiu novamente nos anos 2000, como forma de aperfeiçoar aquele regime. O principal sistema utilizado para atingir as metas passou a ser o controle através da taxa de juros (Selic), sendo esta fixada mensalmente nas reuniões do COPOM. Em 2003, com a alteração do Artigo 192 da Constituição Federal, que regulamenta o modo de funcionamento do sistema financeiro, ocorreu um avanço no que diz respeito à concessão de maior independência legal ao Banco Central do Brasil. A aprovação da emenda constitucional nº 4016, de 29 de maio de 2003, permitiu a regulamentação “fatiada” do sistema financeiro, possibilitando a criação de leis específicas para cada assunto do setor, isto é, o sistema passou a ser regulado por leis complementares. Na prática, o Banco Central já possuía independência operacional, ou seja, formulava e executava a política monetária sem interferência publicamente reiterada do Ministro da Fazenda ou do presidente da República, desde a adoção do regime de metas inflacionárias. Porém somente após a alteração do Artigo 192 esta independência operacional passou a funcionar legalmente. A partir disso, o tema passou a ganhar mais destaque na esfera política brasileira sendo que até o ano de 2006 tramitavam no Senado Federal, cinco projetos de lei complementares que pretendiam conceder uma maior independência legal ao Banco Central: a dos senadores Rodolpho Tourinho, Ney Suassuna, Heloísa Helena, Saturnino Braga e Antero Paes de Barros (Corazza, 2006; Freitas, 2006; Pellegrini, 2004).

Em 2009 o projeto articulado pelo senador Antonio Carlos Magalhães Júnior, que impede intervenções do presidente da República na definição da taxa de juros e institui

mandatos fixos para os dirigentes do BC estava em tramitação no Senado. O texto apresentado foi construído com propostas de seis projetos já em tramitação, entre eles, dois do líder do PSDB no Senado, senador Arthur Virgílio. Além disso, o projeto transforma as administradoras de cartões de crédito em instituições financeiras, sujeitas, portanto, à fiscalização do Banco Central. Prevê que os mandatos dos dirigentes da instituição e do presidente da República não coincidam. A proposta define também que o presidente e os diretores do Banco Central só perderão seus mandatos por iniciativa própria ou do presidente, mas a demissão terá que ser justificada e aprovada pelo Senado, seguindo o mesmo procedimento da nomeação do presidente da instituição. A proposta em tramitação atualiza a Lei 4.595, de 1964, e amplia as competências do Conselho Monetário Nacional (CMN), que passaria a se chamar Conselho Financeiro Nacional (CFN) (Agostine, 2009).

O período do regime de metas de inflação pode ser caracterizado como o em que a autonomia prática da autoridade monetária tornou-se mais evidente, com uma maior influência desta na economia real. O controle da inflação passou a ser institucionalmente a maior prioridade do Banco Central. Porém, apesar da baixa rotatividade de presidentes do Banco Central do Brasil vista nos últimos anos, essa instituição ainda não possui a chamada autonomia administrativa, isto é, os mandatos de seus dirigentes ainda não são legalmente fixos, o que impede de classificá-la como totalmente independente (Freitas, 2006; Silva, 2004).

4.2. O debate no Brasil sobre a utilização de um banco central independente

Hoje o Banco Central do Brasil se define como uma autarquia federal integrante do Sistema Financeiro Nacional. Em termos legais, possui autonomia patrimonial e operacional na execução de suas políticas. Isto significa dizer que a autarquia tem liberdade para gerir seu próprio orçamento e liberdade de ação e definição dos meios para cumprir seus objetivos. O Banco Central dispõe de instrumentos como emissão de papel moeda, depósito compulsório, operações de mercado aberto, redesconto e taxa de juros, para por em prática sua política monetária. Segundo o Ministro da Fazenda, Guido Mantega, o Banco Central trabalhou com total independência a partir de 2003, e não houve nenhuma interferência política nas decisões da política monetária (Caminoto, 2007; Freitas, 2006).

No entanto, o que estaria faltando, conforme já exposto, é a chamada autonomia administrativa, que é a definição de mandatos fixos e regras rígidas de demissibilidade dos seus diretores (Freitas 2006).

O tema banco central independente é um daqueles que geram grandes discordâncias entre os que se propõem a abordar o assunto no Brasil. Se de um lado existem defensores ferrenhos da implantação deste sistema no país, de outro se encontram aqueles que se colocam totalmente contrários a um banco central independente no Brasil.

Muitas são as questões relacionadas ao tema que geram discussões e fazem com que o debate se torne mais interessante. Sendo assim, é preciso separá-las bem, de modo a deixar clara a opinião de ambos os lados.

4.2.1. A estabilidade macroeconômica

Para Troster (2003), deve-se olhar para o futuro e não para questões passageiras, e a inflação deve ser vista sempre como um freio ao crescimento. A estabilidade de preços, segundo ele, é condição para o investimento e a poupança de longo prazo. Essa estabilidade deve ser garantida através da independência do Banco Central. Ainda de acordo com ele, em Miguel (2004), essa independência deve ser completa, pois se de um lado ela restringe a independência do Executivo e do Legislativo no controle da oferta monetária, de outro aumenta a soberania da população com mais crescimento e estabilidade. A independência completa permitira juros mais baixos e diminuiria a percepção de risco. O dinheiro ficaria mais barato, haveria mais crédito, maior estabilidade monetária e maior crescimento.

A defesa da implementação da independência ao Banco Central brasileiro também pode ser vista em Meirelles (2003), para quem a discussão sobre a autonomia de bancos centrais ganhou destaque, historicamente, a partir do reconhecimento da importância do controle da inflação, como condição essencial para o crescimento econômico. Segundo ele, a análise dos países que têm registrado altas taxas de crescimento sustentado ao longo de anos revela que todos, sem exceção, apresentaram baixas taxas de inflação. Este fato aplica-se tanto a países desenvolvidos quanto emergentes, analisados em períodos prolongados. Quanto maior certeza tiverem os agentes econômicos de que a autoridade monetária perseguirá autonomamente o controle da inflação, mais eficaz será a atuação do Banco Central e menor será o custo social das políticas antiinflacionárias.

Ao contrário desta visão está a opinião de Eris (2003), pois para ele a literatura sobre bancos centrais independentes é muito recente e altamente controversa. Ela foi desenvolvida nos últimos vinte anos, e a experiência acumulada na área ainda seria pequena e precária para termos conclusões definitivas. Assim, toda a defesa da independência de Banco Central seria apenas teórica, sendo que não se deve concordar com as afirmações que sugerem custos menores no processo de combate à inflação e uma queda mais rápida desta quando se adota

este sistema. Afirma ainda que estas idéias são corolários da teoria de expectativas racionais que foram testados por economistas e nenhum deles conseguiu encontrar evidência empírica que as confirmasse.

4.2.2. A relação positiva entre independência e investimento privado

Entre os que defendem a utilização do sistema banco central independente está a opinião de Loyola (2003), para quem a independência é essencial para garantir a confiança dos investidores estrangeiros. Segundo ele, o capital externo preza muito os avanços institucionais, tais como a independência legal de um banco central. O complemento deste argumento pode ser visto em Maxfield (1997) *apud* Santos (2001), que afirma que estudos econométricos permitem concluir que existe uma relação positiva entre níveis de independência do banco central e investimento privado nos países em desenvolvimento. Isso decorreria de duas razões: os investidores internacionais contam com bancos centrais com discrição e autoridade para manter a estabilidade da política econômica nacional e consideram ser maior a sua capacidade de influenciar a política quanto mais independente o banco central for do governo.

Porém, esse é um dos pontos em que surgem muitas críticas em relação à atuação do Banco Central e sua possível independência. Para Batista Júnior (2003a), a independência seria uma terceirização do Banco Central, que atende mais aos interesses de instituições financeiras privadas que aos interesses públicos, e com a independência isso iria se acentuar. Ele segue suas críticas em Izaguirre (2005), afirmando que existe no Brasil uma relação muito próxima e errônea entre os que comandam o Banco Central e as forças financeiras. Ele defende que é preciso limitar o número de diretores da instituição vindos do mercado financeiro. Além disso, deveria haver uma quarentena de até dois anos para que os ex-diretores da instituição pudessem voltar a operar naquele mercado.

4.2.3. A proximidade entre o Banco Central do Brasil e o capital financeiro

A já mencionada relação próxima entre o Banco Central do Brasil e o capital financeiro e a utilização de uma elevada taxa de juros como principal instrumento no controle à inflação talvez seja um dos pontos de maior crítica entre aqueles que são contra a utilização de um banco central independente no Brasil. De acordo com Sader (2007), a taxa de juros é a remuneração do capital financeiro, sendo que tornar o Banco Central e a política monetária independentes institucionalmente significa tornar hegemônico o capital financeiro no país, o

que seria péssimo, visto que se trata de um capital parasitário, que não cria bens, nem empregos, apenas transfere capital, acentuando sua concentração. Esta é a mesma opinião do economista Paul Singer em Miguel (2004), para quem autonomia completa seria uma forma de entregar ao mercado financeiro o comando da política monetária.

Segundo Souza (2007), a diretoria do Banco Central do Brasil, que constitui o COPOM, se reúne periodicamente para estabelecer a Selic. Utiliza para isto, como uma de suas principais peças a pesquisa Focus, que é um levantamento de expectativas inflacionárias e expectativas de juros futuros feito pelo Banco Central junto a cerca de cem operadores e analistas do sistema financeiro. Isto significa que, os agentes financeiros, que são os principais beneficiários de políticas de juros altos, servem de fonte principal para as autoridades do Banco Central acerca das expectativas de juros futuros. Isso acaba fazendo com que os juros se mantenham elevados e sejam considerados uns dos maiores do mundo.

Esse mecanismo acaba fazendo com que representantes do comércio e da indústria também se coloquem entre aqueles que criticam a utilização de um banco central independente e o modelo de combate à inflação adotado pelo Banco Central do Brasil. Isto pode ser visto em Rehder (2006), em que representantes desses dois setores, como Paulo Skaf e Guilherme Afif Domingos, mostram-se claramente contra a total independência do Banco Central do Brasil, pois com isso, esta instituição não se preocuparia com a taxa de crescimento apresentada pelo país, mesmo se esta se mostrasse muito baixa. Representantes dos trabalhadores também podem ser colocados nesse grupo de críticos. A partir disso, Sader (2007) questiona o fato de o Banco Central se reunir apenas com os banqueiros e não com os sindicalistas, com os movimentos sociais e com os outros empresários.

Assim, segundo Batista Júnior (2003b), Victor (2002), de Garagorry (2004) e de Kliass (2010), a possibilidade de o presidente da República poder demitir o presidente do Banco Central funciona como contrapeso à influência hegemônica dos interesses financeiros, sendo que a total independência desta instituição e a consequente utilização de mandatos fixos por seus dirigentes representariam a perda desse contrapeso.

4.2.4. Os mandatos fixos para dirigentes do Banco Central do Brasil

Para os que defendem a tese de banco central independente, como o ex-diretor de Política Econômica do Banco Central, Sérgio Werlang, é extremamente importante que os dirigentes do Banco Central tenham mandatos definidos. Segundo ele, no Brasil o impacto de uma medida na área monetária leva de seis a nove meses para se manifestar. Assim sendo, poderia acontecer de um presidente da República, no fim do seu mandato, afrouxar a política

monetária e obter um avanço econômico imediato. A inflação decorrente ficaria para o próximo presidente. Não basta, segundo ele, somente a independência operacional, pois esta sempre pode ser ameaçada quando se chega perto de uma eleição. O economista Luiz Gonzaga Belluzzo, que apesar de acreditar que a independência do Banco Central não seja uma panacéia, também acredita que os mandatos dos dirigentes desta instituição devem ser muito bem delineados (Miguel, 2004).

Dentro do grupo dos que são a favor de uma maior autonomia do Banco Central existem aqueles que são contrários à utilização de mandatos fixos, como é o caso de José Serra, para quem a prerrogativa de nomeação do presidente e da diretoria é uma das maneiras de controle da política do Banco Central (Folha Online, 2010).

Porém duas questões são as que mais geram críticas quanto à utilização de mandatos fixos para os dirigentes do Banco Central. A primeira está baseada no fato de que isso iria contra o regime democrático. Para Freitas (2003), isto ocorre porque o presidente eleito pelo povo nem sempre poderá implementar as medidas econômicas prometidas na eleição, caso estas não estejam de acordo com o estabelecido pelo banco central. Essa também é a opinião de Garragory (2004) e de Bresser Pereira em Macedo (2009), para quem a elaboração de políticas, entre elas a monetária, deve ser entregue aos representantes eleitos pelo povo. Com relação a esta questão existe ainda, segundo Freitas (2006), o problema da diluição da responsabilidade política pelo manejo da economia. É fundamental, de acordo com ela, que a sociedade possa responsabilizar as autoridades que são eleitas e que, portanto, podem ser trocadas ou reeleitas por seus fracassos e êxitos no manejo econômico. A segunda questão é apontada por Batista Júnior em Caetano (2005) e Batista Júnior (2003a) e refere-se ao fato de que o Brasil é vulnerável a crises externas e, como tal, o presidente da República tem que ter poderes para manter ou demitir a diretoria do Banco Central dependendo da gravidade da crise. Afirma ainda, que seria quase impossível o Brasil se tornar menos vulnerável com um banco central independente, comandado por pessoas da confiança do mercado financeiro e com mandatos fixos. A fragilidade da economia brasileira não favoreceria, deste modo, a implantação de um banco central independente.

Ainda com relação ao conceito de vulnerabilidade externa, Freitas (2003) concorda que a vulnerabilidade faz com que o sistema de banco central independente não seja o mais adequado para o Brasil. A economia brasileira vive, segundo ela, sujeita à volatilidade do capital externo e não possui moeda internacionalmente conversível. O Brasil precisaria se tornar menos vulnerável ao capital estrangeiro. Em complemento a isso, para Almeida (2005), é difícil imaginar a independência do Banco Central, uma vez que o país apresenta elevados

déficits públicos, alta instabilidade política e baixa representatividade do Congresso. Já para Carvalho (1995), não se deve criar apenas formalmente um banco central independente. É importante que haja equilíbrio fiscal e criação de mecanismos de coordenação de preços para evitar o surgimento de pressões inflacionárias. Isso sim garantiria a estabilidade. Paula (2004) também se baseia no argumento da vulnerabilidade, sendo que a economia brasileira deveria diminuir sua dependência de capitais estrangeiros, permitindo assim um crescimento com estabilidade, antes de pensar na independência de seu banco central.

No entanto a questão levantada pelos críticos, de que a utilização de mandatos fixos iria contra o regime democrático, é rebatida por Langoni (2004), para quem a independência é associada ao processo de democratização. Ou seja, é o processo democrático que gera certa demanda por autonomia dos bancos centrais, exatamente para tentar conciliar o jogo político, integrante da democracia, com o bem público representado pela estabilidade monetária, cuja preservação está acima de quaisquer interesses políticos e ideológicos. No entanto, os que vão contra a utilização de um banco central independente afirmam que a experiência e o histórico brasileiro mostram que um banco central independente poderia reduzir a transparência e o controle social sobre o financiamento da política fiscal. Uma alternativa seria a coordenação de políticas econômicas e maior disciplina fiscal. Esta coordenação de políticas é impedida quando há independência de um banco central em conjunto com um regime de metas de inflação. A política econômica acaba se tornando engessada (Freitas, 2003; Nunes e Nunes, 1995).

4.2.5. A prioridade na manutenção do nível de preços

Outro argumento utilizado pelos que são a favor de um banco central independente é que este sistema permite o aumento da competitividade quando tem como prioridade a manutenção do nível de preços. Segundo Santos (2005), ele permite reduzir o risco sistêmico, modernizar as relações de intermediação financeira e dinamizar a ação dos mercados, conferindo-lhes o necessário grau de transparência. Questões como a expansão adequada do nível de crédito na economia, redução dos spreads bancários, fortalecimento do mercado de capitais e fortalecimento de mecanismos de proteção a riscos externos dependeriam, assim, cada vez mais deste tipo de instituição.

No entanto, para alguns críticos como Paul Singer em Miguel (2004), a função do Banco Central não deve ser somente combater a inflação, pois muito pior que esta é o desemprego. Para ele, não se pode prejudicar o desenvolvimento econômico em nome de um possível combate à inflação. O que deve haver, sem dúvida, é a regulamentação do Banco

Central, sendo ele responsável pelas políticas de juros, de crédito e cambial. Para Sicsú (2002), a política monetária deve ser utilizada conjuntamente com as demais políticas para se atingir níveis socialmente aceitáveis de emprego e inflação. Se ela é voltada somente para manter a inflação sob controle acaba sendo subutilizada.

4.2.6. A preparação da sociedade brasileira para a utilização do sistema

Existe ainda a questão de a sociedade brasileira estar ou não preparada para a utilização de um banco central totalmente independente. Para o senador Arthur Virgílio em Caetano (2005), que é favorável à utilização deste sistema, a instituição ainda não funciona dessa maneira porque não conta com a confiança da sociedade brasileira. Para Barros (2003), a independência da autoridade monetária deve ser a última etapa de um longo caminho da sociedade. Segundo ele, o Banco Central Europeu é independente porque a Europa tem longa tradição de discussão sobre o problema da inflação, o que é muito diferente do caso brasileiro.

5. Conclusão

Ao longo do século XX, os bancos centrais foram expostos a inúmeras situações econômicas que acabaram por determinar sua forma de atuação. Assim sendo, para Bastian (2010), não se pode dizer que estas instituições tiveram sempre o mesmo objetivo.

Ainda segundo este autor, os bancos centrais adequaram suas ações e objetivos à situação econômica vivida pelos países ao longo do século, o que fez com que prevalecesse a visão ortodoxa em determinados momentos, e a heterodoxa em outros. As idéias keynesianas, por exemplo, tiveram maior influência nas ações dos bancos centrais no período pós Segunda Guerra Mundial, perdendo espaço para o monetarismo quando a inflação voltou a preocupar o mundo nos anos 1970.

Além disso, a atuação dos bancos centrais mostrou-se depender muito da sociedade, e como esta enxerga os desafios que se colocam à sua frente. O exemplo maior disso é o da Alemanha, onde o Bundesbank contou com o apoio dos alemães na busca pela estabilidade de preços, mesmo no período pós-guerra, em que havia um consenso mundial pela busca do pleno emprego. Porém, a sociedade alemã, traumatizada por uma história de altas inflações, acabou sempre apoiando o modelo independente adotado por seu banco central.

A idéia de banco central independente percorreu o mundo ao longo deste século, indo como uma reação ao fim do padrão-ouro e às hiperinflações que vieram com o fim da Primeira Guerra Mundial, passando pelo monetarismo e à hipótese de viés inflacionário das décadas de 1970 e 1980, até chegar às atuais propostas de independência.

Cukierman (1996) aponta diversas razões que justificam a adoção de um banco central independente ao longo do século. Primeiro, o colapso de instituições destinadas a garantir a estabilidade da moeda, como os sistemas do padrão-ouro e de Bretton Woods, que levou os países a buscarem alternativas. Segundo, o imponente exemplo do Bundesbank, maior prova de que a independência de um banco central pode funcionar de forma efetiva como garantidora da estabilidade de preços. Terceiro, o Tratado de Maastricht, que estabeleceu como pré-requisito para adesão dos países à União Européia, a independência de seus bancos centrais. A quarta razão é voltada para a América Latina, onde os *policymakers* passaram a olhar com bons olhos arranjos institucionais que reduzem a probabilidade de retornar à inflação alta e persistente. A quinta razão, voltada para países ex-socialistas, afirma que estes buscaram, através da criação de bancos centrais independentes, obterem arranjos institucionais que garantissem o funcionamento ordenado de seu mercado econômico.

Portanto, diferentes são os motivos que levaram muitos países a adotarem este sistema ao longo do tempo, fazendo com que a discussão sobre independência dos bancos centrais percorresse todo o século e se mantivesse viva até hoje.

O debate sobre bancos centrais independentes nos dias atuais baseia-se principalmente nos modelos desenvolvidos a partir da década de 1980, porém os pressupostos teóricos que sustentam sua aplicação existem há muito tempo.

Para se chegar ao modelo de banco central independente visto como uma estrutura capaz de eliminar a inconsistência dinâmica e o viés inflacionário, presentes nos governantes (até então aqueles responsáveis pelas políticas macroeconômicas), é preciso fazer uma análise das teorias monetárias ortodoxas desde os clássicos.

A moeda deve ser vista assim apenas como um meio de troca, incapaz de alterar qualquer variável real no longo prazo. Esta característica, conhecida como neutralidade da moeda, sempre fez parte do pensamento ortodoxo e permanece como um dos arcabouços teóricos que sustentam a tese de banco central independente. Outra característica da moeda, também aceita desde os clássicos e que sustenta a implantação de um banco central independente, é a exogeneidade de sua criação, sendo que ela garante que o banco central, como único criador de moeda, acabe sendo o responsável pela inflação gerada com esta criação. Isto faz com que seja defendida a idéia de um banco central independente, livre de pressões do governo e do viés inflacionário, e capaz de garantir a estabilidade de preços.

Ambas as características da moeda sempre fizeram parte das teorias monetárias ortodoxas, desde os clássicos, passando pela teoria quantitativa da moeda de Fisher e de Cambridge, pelos monetaristas e novo-clássicos, até chegar aos modelos de banco central independente do final do século XX.

Assim sendo, quando se estuda o tema banco central independente não basta apenas começar pela análise de seus modelos recentes, é preciso fazer uma construção lógica dos fundamentos teóricos que sustentam esses modelos e analisar sua evolução ao longo do tempo.

O Brasil foi um dos últimos países do mundo ocidental a criar seu banco central. Ao contrário de nações européias que contam com estas instituições há séculos, somente em 1964 a economia brasileira passou a ter sua autoridade monetária máxima, pelo menos na intenção de seus idealizadores, representada pelo Banco Central do Brasil.

Antes disso, no entanto, aconteceram algumas tentativas ao longo do século XX para tentar criar esta instituição no país, sendo a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) em 1945, a mais expressiva delas. Porém, os objetivos principais da

SUMOC, que eram exercer a coordenação sobre a política monetária e preparar o país para a criação de um banco central, acabaram falhando. Este fracasso acabou confirmando o fato de sempre ter havido no Brasil uma forte resistência, principalmente por parte do Banco do Brasil, à criação de um banco central.

Foi no cenário marcado pelo governo militar que, no final de 1964, foi então criado o Banco Central da República do Brasil, que futuramente viria a se chamar Banco Central do Brasil. Este deveria funcionar de forma independente, formular a política de moeda e crédito e regular o valor interno da moeda, evitando assim surtos inflacionários. Porém, o que acabou se vendo foi uma continuação dos problemas anteriores, principalmente graças à Conta Movimento do Banco do Brasil, e a não continuidade do modelo proposto de independência da instituição. Para Almeida (2005) o que houve foi um erro estratégico na tentativa de criação de um banco central independente no Brasil em 1964, visto que esta independência deveria ter sido em relação ao Banco do Brasil.

A partir da Constituição de 1988, e principalmente após as implantações do Plano Real em 1994 e do regime de metas inflacionárias em 1999, grandes foram os avanços no que diz respeito a uma maior independência do banco central brasileiro, sendo que hoje existem projetos no Senado que buscam tornar a instituição o mais próximo possível dos modelos clássicos de bancos centrais independentes.

No entanto, é grande o debate entre os especialistas brasileiros no assunto, no que diz respeito a dar ou não maior grau de independência ao Banco Central do Brasil, havendo aqueles que são totalmente a favor da adoção deste sistema no país e os que são radicalmente contrários a esta idéia.

6. Bibliografia

AGOSTINE, C. Autonomia do Banco Central proposta pelo DEM passa na CCJ. *Valor Econômico*, São Paulo, p. A8, 10 dez. 2009.

ALESINA, A.; SUMMERS, L. “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 25, no. 2, May 1993, pp. 151-162.

ALMEIDA, J. R. N. de. “A improbabilidade da independência do banco central no Brasil”. Working papers - Textos para Discussão do Departamento de Economia da Universidade de Brasília 324, Departamento de Economia da Universidade de Brasília, nov. 2005.

BARRO, R. J.; GORDON, D. “Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy”. *Journal of Monetary Economics*, 12, North-Holland, 1983.

BARROS, L. C. M. (2003). Palestra proferida no Seminário realizado pela Comissão de Economia, Indústria, Comércio e Turismo da Câmara dos Deputados em 10 de junho de 2003. In: BANCO CENTRAL (2004): *Autonomia x Independência*. Brasília: Câmara dos Deputados, Coordenação de Publicações, 2004. (Ação Parlamentar, 284), pp. 33-40. Disponível em <http://www.marceloguimaraesfilho.com.br/2010/images/legislacao/bacen.pdf>. Acesso em: 17 out. 2011.

BASTIAN, E. F. “Os Objetivos da Política Monetária em Perspectiva Histórica: um estudo a partir das experiências da Alemanha, Estados Unidos e da Inglaterra (1914-2000)”. In: XIV Encontro Regional da Ampuh-Rio, Rio de Janeiro, 2010, pp.1-11.

BATISTA JÚNIOR, P. N. Banco Central terceirizado? *Folha de São Paulo*, São Paulo, p. 2B, 27 fev. 2003.

BATISTA JÚNIOR, P. N. (2003). Palestra proferida no Seminário realizado pela Comissão de Economia, Indústria, Comércio e Turismo da Câmara dos Deputados em 10 de junho de 2003. In: BANCO CENTRAL (2004): *Autonomia x Independência*. Brasília: Câmara dos Deputados, Coordenação de Publicações, 2004. (Ação Parlamentar, 284), pp. 40-45. Disponível em <http://www.marceloguimaraesfilho.com.br/2010/images/legislacao/bacen.pdf>. Acesso em: 17 out. 2011.

BULHÕES, O. G. de. Depoimento: Memória do Banco Central. Programa de História Oral do CPDOC/FGV. Banco Central do Brasil, Brasília, 1990. Disponível www.cpdoc.fgv.br/comum/htm/. Acesso em: 08 out. 2011.

CAETANO, V. Autonomia do BC divide senadores e economistas. *O Globo*, Rio de Janeiro, p.21, 20 abr. 2005.

CAMINOTO, J. Autonomia do BC é suficiente. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, p. B6, 03 fev. 2007.

CAMPOS, R. “A lanterna na popa: memórias”. Rio de Janeiro, Topbooks, 1995.

CARVALHO, F. J. C. “A independência do Banco Central e a disciplina monetária: observações céticas”. *Revista de Economia Política*, Vol. 15, n. 4 (60), p. 134 – 141, 1995.

CARVALHO, F. J. C. *et al.* “Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política”. 2a edição. Editora Campus, 2007.

CORAZZA, G. “O Banco Central do Brasil: Evolução Histórica e Institucional”. *Revista Perspectiva Econômica*, vol. 2, no 1, pp. 1-23, 2006.

CROCCO, M. A.; JAYME JÚNIOR, F. G. “Independência e autonomia do Banco Central: mais sobre o debate”. In: PAULA, J. A. (Org.). *A economia política da mudança: os desafios e os equívocos do início do governo Lula*. Belo Horizonte: Autêntica, 2003, p. 123-138, 2003.

CUKIERMAN, A.; WEBB, S. e NEYAPIT, B. “Measuring the independence of central banks and its effects on policy outcomes”. *The World Bank Economic Review*, v. 6, no. 3, pp. 353-398, 1992.

CUKIERMAN, A. “The Economics of Central Banking.” Working Paper No. 36-96. Tel-Aviv: The Stackler Institute for Economic Studies, Tel-Aviv University, 1996.

CURADO, M. L. *et al* (2006). “A Curva de Phillips e sua aplicação na economia contemporânea”. Disponível em: http://www.pet-economia.ufpr.br/banco_de_arquivos/00002_Rodrigo_cl_ima_e_silva_-_curva_de_philips_e_aplicacao.pdf. Acesso: 15 de set. de 2011.

DAUNFELDT, S.; LUNA, X. de. “Central bank independence and price stability: Evidence from 23 OECD-countries”. Suécia: Umea University, 2003. (Umea Economic Studies, n. 589), 2003.

DEBELLE, G; FISCHER, S. “How independent should a central bank be?” In: Fuhrer, Jeffrey C. (org.): *Goals, guidelines and constraints facing monetary policymakers*. Federal Reserve Bank of Boston, 1995. p. 195-221. (Conference Series, n. 38), 1994.

DE HAAN, J. “The European Central Bank: independence, accountability and strategy: a review”. *Public Choice*, n. 93, p. 395-426, 1997.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. “Macroeconomia”. São Paulo 5. ed. Makron Books, 1991.

EIJFFINGER, S. C. W. ; DE HAAN, J. “The Political economy of central bank Independence”. New Jersey: Princeton University, 1996. (Special Papers in International Economics, n 19), 1996.

ERIS, I. (2003). Palestra proferida no Seminário realizado pela Comissão de Economia, Indústria, Comércio e Turismo da Câmara dos Deputados em 10 de junho de 2003. In: BANCO CENTRAL (2004): *Autonomia x Independência*. Brasília: Câmara dos Deputados, Coordenação de Publicações, 2004. (Ação Parlamentar, 284), pp. 81-86. Disponível em <http://www.marceloguimaraesfilho.com.br/2010/images/legislacao/bacen.pdf>. Acesso em: 17 out. 2011.

FARIAS, J. A. M. de. “A Autoridade Monetária como instituição utilizada para ampliação do poder central frente aos governos estaduais: uma análise da atuação do Banco Central de 1982 a 2000”. 2000. 98f. Tese (Mestrado em Administração). Universidade Federal da Bahia, Salvador. 2000.

FOLHA ONLINE. “Autonomia do Banco Central vira ponto de divergência entre presidencialistas”. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/brasil/ult96u733005.shtml>. Acesso em: 20 out. 2011.

FORDER, J. “Independence and the Founding of the Federal Reserve”. *Scottish Journal of Political Economy*, 50, 3, Aug.:297-310, 2003.

FREITAS, M. C. P. de. Implicações profundas e negativas. *Folha de São Paulo*, São Paulo, p. 3A, 12 abr. 2003.

FREITAS, M. C. P. de. “Banco Central Independente e coordenação das políticas macroeconômicas: lições para o Brasil”. *Economia e Sociedade*, v.15, nº 2 (27), p. 269-293, Campinas, Agosto, 2006.

GARAGORRY, J. A. S. A independência do Banco Central em debate. *Revista Lutas Sociais*, São Paulo, v. 11/12, p. 4-16, dez. 2004.

GOODHART, C. *et al.* “The Development of central banking”. In: *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*. Cambridge: Cambridge University Press, 1994.

GOODHART, C. “The Central Bank and the Financial System”. Cambridge: MIT Press, 1995.

GOODMAN, J. B. "The Politics of Central Bank Independence". *Comparative Politics*, April, 329-49, 1991.

HETZEL, R. L. “Central Bank Independence in Historical Perspective: a Review Essay”. *Journal of Monetary Economics*, n. 25, p. 165-176, 1990.

IZAGUIRRE, M. Autonomia do BC divide economistas. *Valor Econômico*, São Paulo, p. A5, 20 abr. 2005.

KLIASS, P. (2010). “Banco Central: mais independência?” Disponível em: http://www.fonacate.org.br/fn/?h_pg=noticias&bin=read&id=193. Acesso em: 18 out. 2011.

KRUGMAN, P. “A era do conformismo: as expectativas econômicas frustradas”. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. “Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans”. *Journal of Political Economy*: 85: 473 – 446, 1977.

LANGONI, C. (2003). Palestra proferida no Seminário realizado pela Comissão de Economia, Indústria, Comércio e Turismo da Câmara dos Deputados em 10 de junho de 2003. In: BANCO CENTRAL (2004): *Autonomia x Independência*. Brasília: Câmara dos

Deputados, Coordenação de Publicações, 2004. (Ação Parlamentar, 284), pp. 74-81. Disponível em <http://www.marceloguimaraesfilho.com.br/2010/images/legislacao/bacen.pdf>. Acesso em: 17 out. 2011.

LOYOLA, G. Artigo 192 – hesitações repercutem nas expectativas. *O Estado de S. Paulo*, São Paulo, 30 mar. 2003.

MACEDO, I. (2009). “Bresser Pereira critica a independência do Banco Central”. Disponível em: <http://www2.camara.gov.br/agencia/noticias/ECONOMIA/144185-BRESSER-PEREIRA-CRITICA-INDEPENDENCIA-DO-BANCO-CENTRAL.html>. Acesso em: 19 out. 2011.

MACFARLANE, D. "The value of a 'Coyne': the Diefenbaker government and the 1961 Coyne affair". *Past Imperfect* 16, pp. 120-142, 2008.

MARTINS, M. “Autonomia do Banco Central”. 1998. 50f. Trabalho monográfico (Graduação em Ciências Econômicas), Unesp, Araraquara. 1998.

MAXFIELD, S. “Gatekeepers of Growth: The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries”. Princeton, Princeton University Press, 1997.

MEIRELLES, H. (2003). Palestra proferida no Seminário realizado pela Comissão de Economia, Indústria, Comércio e Turismo da Câmara dos Deputados em 10 de junho de 2003. In: BANCO CENTRAL (2004): *Autonomia x Independência*. Brasília: Câmara dos Deputados, Coordenação de Publicações, 2004. (Ação Parlamentar, 284), pp. 29-33. Disponível em: <http://www.marceloguimaraesfilho.com.br/2010/images/legislacao/bacen.pdf>. Acesso em: 17 out. 2011.

MENDONÇA, H. F. de. (1999). “Críticas à proposição de independência do Banco Central”. Disponível em: http://www.sep.org.br/artigo/4_congresso_old/ivcongresso39.pdf. Acesso em: 28 de ago. de 2011.

MENDONÇA, H. F. de. “A Teoria da Independência do Banco Central: Uma Interpretação Crítica”. *Estudos Econômicos*, Instituto de Pesquisas Econômicas — USP, São Paulo, vol. 30, n. 1, 2000.

MENDONÇA, H. F. de. “A Teoria da Credibilidade da Política Monetária: Desdobramentos do Debate Regras Versus Discrição”. *Revista de Economia Política*, vol. 22, nº 3 (87), julho-setembro, 46-64, 2002.

MENDONÇA, H. F. de. “Independência do banco central e coordenação de políticas: vantagens e desvantagens de duas estruturas para estabilização”. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 1 (89), p. 109-120, jan./mar. 2003.

MIGUEL, S. Banco Central – ser ou não ser independente. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, v. 58, n.2, p. 14-17, 2004.

MOLLO, M. L. R. “As Controvérsias Monetárias do Século XIX: traços ortodoxos e heterodoxos”. In: *Ensaio FEE*. Porto Alegre, nº 15, p. 80-97, 1994.

MOLLO, M. L. R. “A questão da independência do banco central – reflexões teóricas para a formulação da política econômica”. *Revista de Economia Contemporânea* 7, 2, jul./dez. 2003: 333-357.

MOLLO, M. L. R. “Ortodoxia e heterodoxia monetárias: a questão da neutralidade da moeda”. *Revista de Economia Política*, v. 24, n. 3 (95), jul./set. 2004.

MORAES JÚNIOR, A. C. “A evolução dos fundamentos teóricos de política monetária no enfoque monetarista”. In: *Ensaio FEE*. Porto Alegre, nº 15, p. 132-150, 1994.

NETTO, A. D. “O bruxo do milagre econômico: depoimento”. [2005] São Paulo: *Valor Econômico – Caderno Eu & Fim de Semana*. Entrevista concedida a Vera Brandimarte e Claudia Safatle.

NOGUEIRA, D. Depoimento: Memória do Banco Central. Programa de História Oral do CPDOC/FGV. Banco Central do Brasil, Brasília, 1994. Disponível www.cpdoc.fgv.br/comum/htm/. Acesso em: 08 out. 2011.

NOVELLI, J. M. N. “O Campo dos economistas e o debate sobre a independência do Banco Central do Brasil no pós-64”. Comunicação apresentada no Latin American Studies Association, Chicago, Illinois, 24-26/set./1998.

NUNES, S. P. P.; NUNES, R. da C. “A Proposta de Independência do Banco Central no Brasil: uma visão crítica”. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 1995.

PAULA, L. F. de. “A questão da autonomia do Banco Central: uma visão alternativa”. *Indicadores FEE*, v.32, n.2, p. 253-64, 2004.

PELLEGRINI, J. A. "Autonomia do Banco Central." Brasília, Senado Federal. Consultoria Legislativa, Vol. 16, 2004.

PERSSON, T.; TABELLINI, G. “Designing Institutions for monetary stability”. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, v. 39, 1993.

PINTO, E. H. M. “Banco Central Independente e as conseqüências de sua implementação”. 2001. 49f. Trabalho monográfico (Graduação em Ciências Econômicas), Unesp, Araraquara. 2001.

REHDER, M. Independência ou soberba do BC? *O Estado de São Paulo*, São Paulo, p. B4, 09 mar. 2006.

RICARDO, D. “The works and correspondence of David Ricardo”. Ed. P. Sraffa (1951-73). Cambridge, Cambridge University, 1981.

RIGOLON, F. J. Z. “Independência do Banco Central: Teoria e aplicações para o Brasil”. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 28, nº 2, 1998.

ROGOFF, K. “The Optimal degree of commitment to an intermediate monetary target”. *The Quarterly Journal of Economics*, v. C, n. 4, p. 1169- 1189, nov. 1985.

- SADDI, J. “O poder e o cofre: repensando o Banco Central”. São Paulo: Texto Novo, 1997.
- SADER, E. (2007). “Independência do banco central = hegemonia do capital especulativo”. Disponível em: http://www.cartamaior.com.br/templates/postMostrar.cfm?blog_id=1&post_id=114. Acesso em: 14 out. 2011.
- SANTOS, L. A. Banco Central - independência, autonomia, accountability e governança. *Revista de Conjuntura*, Brasília, ano 2, n. 6, abr. – jun. 2001.
- SANTOS, T. B. de S. (2005). A autonomia do BACEN: para garantir a dinâmica da política econômica é preciso blindá-la da política. Disponível em: <http://www.tbss.pro.br/arquivos/textos/Forbes123.pdf>. Acesso em: 16 out. 2011.
- SARGENT, T. “Os finais de quatro hiperinflações”. In: *Hiperinflações, Algumas Experiências*, São Paulo, Jan. – Mar. 1998.
- SAY, J B. “Um Tratado de Economia Política”. São Paulo, Abril Cultural, 1983.
- SILVA, F. R. A. da. (2004). “Relação entre o grau de independência do Banco Central e a taxa de inflação no Brasil no período de 1984 a 2003”. Disponível em: [http://www.biblioteca.sebrae.com.br/bds/BDS.nsf/6093F46A08D0C5D603256EB7006BD739/\\$File/NT0006A41A.pdf](http://www.biblioteca.sebrae.com.br/bds/BDS.nsf/6093F46A08D0C5D603256EB7006BD739/$File/NT0006A41A.pdf). Acesso em: 19 ago. 2011.
- SOCHACZEWSKY, A. C. (1980). “Financial and Economic Development of Brazil”. Londres. Tese de doutorado. London University.
- SOUZA, V. P. de. “Banco Central do Brasil: de sua criação às discussões de independência”. 2009. 43f. Trabalho monográfico (Graduação Ciências Econômicas), Unesp, Araraquara. 2009.
- SOUZA, N. A. de. “Economia brasileira contemporânea: de Getúlio a Lula”. São Paulo. Atlas, 2007.
- SICSÚ, J. “Uma crítica à Tese da independência do Banco Central”. *Nova Economia*, Vol. 6, nº 2, 1996.
- SICSÚ, J. “A Tese da Independência do Banco Central e a Estabilidade de Preços: Uma Aplicação do Método Cukierman à História do FED”. *Estudos Econômicos*, São Paulo, V. 26, N. 1, jan.-abr. 1996b.
- SICSÚ, J. “Teorias e evidência do regime de metas inflacionárias”. *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 1 (85), p. 23-33, jan./mar. 2002.
- SVENSSON, L. “Optimal Inflation Targets, “Conservative” Central Banks, and Linear Inflation Contracts”. *American Economic Review*. Vol. 87. Nº 1. mar. 1997.
- SWINBURNE, M.; M. Castello-Branco. “Central bank independence: issues and experience”. (IMF Working Paper), 1991.

TROSTER, R. L. A miopia e a autonomia. *Folha de São Paulo*, São Paulo, p. 3A, 12 abr. 2003.

VICTOR, L. F. A independência do Banco Central e a fixação da taxa de juros. *Revista de Conjuntura*, Brasília, v. 3, n. 12, p. 11-14, out./dez. 2002.

WALSH, C. “Optimal Contracts for Central Bankers”. *American Economic Review*, 85 (1), mar. 1995.

WICKSELL, J. G. K. “The Influence of the rate of Interest on Prices”. In *Selected Papers on Economic Theory*, Sentry Press, 1969.