

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 199

**INDEPENDÊNCIA E AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL:
MAIS SOBRE O DEBATE**

**Marco Crocco
Frederico G. Jayme Jr**

Maio de 2003

Ficha catalográfica

338.23:336.74	Crocco, Marco
C938i	Independência e autonomia do Banco Central: mais sobre o
2003	debate / por Marco Crocco; Frederico G. Jayme Jr. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2003.
	17p. (Texto para discussão ; 199)
	1. Política monetária. 2. Bancos centrais. I. Jayme Jr., Frederico G. II. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional. III. Título. IV. Série.

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL**

**INDEPENDÊNCIA E AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL:
MAIS SOBRE O DEBATE**

Marco Crocco

Professores do Departamento de Economia e do Cedeplar/UFMG.

Frederico G. Jayme Jr

Professores do Departamento de Economia e do Cedeplar/UFMG.

**CEDEPLAR/FACE/UFMG
BELO HORIZONTE
2003**

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	6
2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS	7
3. CRÍTICAS À PROPOSTA DE BANCO CENTRAL INDEPENDENTE/AUTÔNOMO	10
Crítica aos pressupostos teóricos	10
Crítica aos conceitos de independência e autonomia	12
Crítica ao Conceito de Credibilidade	13
4. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS	14
5. TRÊS ILUSÕES ACERCA DA PROPOSTA DE INDEPENDÊNCIA / AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL	15
BIBLIOGRAFIA	17

ABSTRACT

The aim of this paper is to analyze critically the Independence of Central Banks (ICB). By presenting the theoretical arguments that support the independence, as well as some empirical studies regarding this topic, we introduce the main critical concerns about the argument of ICB. Besides, we set the most striking aspects of the effectiveness of the Independence of Central Banks as a “*panacea*” for solving the inflationary pressures in developing countries. Conclusions highlight the limits of ICB in countries with high external constraints such as Brazil.

RESUMO

Objetiva-se aqui analisar do ponto de vista teórico, empírico e normativo a Independência e Autonomia do Banco Central. Após apresentar os argumentos teóricos que sustentam a tese da Independência dos Bancos Centrais, bem como alguns estudos empíricos relacionados a este tópico, apresenta-se argumentos críticos em relação tanto à fundamentação teórica que sustenta a supra citada tese, bem como sua dificuldade em também se sustentar empiricamente. Ademais, o trabalho procura demonstra a relativa fragilidade dos argumentos que sustentam a idéia de que a IBC seria capaz de resolver problemas inflacionários em países em desenvolvimento. As conclusões ressaltam os limites de Bancos Centrais Independentes em países com elevada vulnerabilidade externa.

JEL: E 500, E 580.

1. INTRODUÇÃO

Objetiva-se aqui analisar do ponto de vista teórico, empírico e normativo a Independência e Autonomia do Banco Central. O debate em torno da necessidade de um Banco Central Independente (BCI) tem sua origem no final dos anos setenta, após a publicação de um importante artigo sobre a questão da inabilidade dos “*policy makers*” em lidar com o problema do *trade-off* inflação e desemprego (Kydland and Prescott, 1977).¹ Os autores argumentam que a maneira mais adequada para se garantir a estabilidade de preços é através de um Banco Central que seja desvinculado de pressões políticas. De fato, a hipótese central é a de que aumento no crescimento da oferta monetária conduz, inevitavelmente, a aumentos de preços, uma vez que a moeda, diferentemente do argumento keynesiano, não é capaz de estimular o produto e a renda no longo prazo. Assim, um Banco Central livre de pressões políticas para se obter menor desemprego no curto prazo, garantiria uma política monetária não inflacionária. A essência teórica deste argumento é a de que a moeda é neutra, ou seja, a política monetária não é capaz de atuar para afetar os níveis de produto e emprego, mas tão somente variáveis nominais, especificamente a inflação. Neste caso, o melhor a se fazer, contrariando a lógica keynesiana, é garantir uma política monetária cujo objetivo central é o de manter a inflação baixa.

A proposta de BCI, portanto, garante, em princípio, independência de objetivos e instrumentos. Um pouco diferente da proposta de independência é a de autonomia do Banco Central. Neste caso, a autoridade monetária teria autonomia para utilizar os instrumentos de política monetária definidos pelo governo. Ou seja, o Banco Central se submeteria ao objetivo determinado pelo governo eleito, e não seria independente da orientação de política econômica deste governo. Pretende-se aqui demonstrar que esta questão é mais intrincada. De fato, independência e autonomia, não obstante possam ser diferentes do ponto de vista legal, são faces da mesma moeda do ponto de vista da política econômica, uma vez que a autonomia do Banco Central coloca a política monetária como tendo um status “superior” ao da política fiscal na condução da política econômica. A descoordenação entre políticas fiscal e monetária subjacente à idéia de autonomia ou independência do Banco Central demonstra que autonomia e independência, não obstante diferentes legalmente, têm o mesmo status teórico.

O trabalho é dividido em 4 partes, além desta introdução. A próxima seção se incumbe de apresentar os fundamentos teóricos que sustentam a independência do Banco Central. A seção três é destinada a uma análise crítica dos argumentos apresentados anteriormente. Na seção quatro, as evidências empíricas, que supostamente sustentam a proposta de Banco Central Independente, são analisadas. Por fim, a última seção se dedica às considerações finais.

¹ Conhecido como o problema de inconsistência dinâmica. O argumento central é que se a inflação esperada é baixa, de modo que o custo marginal de uma inflação adicional seja baixo, os “*policy makers*” estarão estimulados a produzir políticas que aumentem o produto temporariamente além de seu nível de equilíbrio de longo prazo. O problema é que o público conhece este incentivo e não irá esperar inflação mais baixa. O resultado é que haverá mais inflação sem crescimento do produto. A solução para esta inconsistência dinâmica é a delegação da política monetária para alguém ou alguma instituição extra-governo.

2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS

Do ponto de vista teórico, um primeiro aspecto que merece uma análise mais detalhada é a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego para qual a economia tende no longo prazo. Esta é uma hipótese fundamental para os adeptos da teoria do BCI, uma vez que ela sustenta uma segunda hipótese, qual seja, a de que a política monetária só afeta, no longo prazo, as variáveis monetárias.

O primeiro aspecto acima citado é uma questão amplamente discutível na literatura econômica. Admitir a hipótese de uma taxa natural de desemprego, significa admitir que os diversos mercados – de bens, serviços, crédito e de trabalho - se ajustam automaticamente. Ou, em outras palavras, é assumir, implícita ou explicitamente, que os livres mercados são capazes de gerar resultados ótimos do ponto de vista da economia como um todo. No caso do mercado de trabalho, significaria admitir que trabalhadores e empresários se encontrariam neste mercado com igual poder de decisão e influência. Assim, toda vez que o desemprego fosse excessivo existiria mecanismos que assegurariam a redução do salário real dos trabalhadores e a contratação de todos aqueles que estivessem dispostos a aceitar trabalhar por salários reais mais baixos, desde que não houvesse assimetria de informação. Este mesmo mecanismo operaria nos demais mercados, com a lei de oferta e procura determinando uma alocação ótima de recursos.

A existência de uma taxa natural de desemprego é fundamental para a proposta de Banco Central Independente, pois dela decorre a hipótese de que o crescimento da oferta monetária é o determinante-chave do aumento da inflação. Grosso modo, é uma versão mais sofisticada da máxima monetarista de que a inflação é explicada basicamente pelo crescimento da oferta de moeda. Como a economia tenderia a operar em sua taxa natural de desemprego, este crescimento da oferta de moeda geraria um gasto que não poderia ser atendido pelo sistema econômico, gerando assim pressões altistas no nível de preços. Este raciocínio tem como conclusão a afirmação de que o comportamento da moeda é neutro, no sentido de não afetar os níveis de produto, renda e emprego, no longo prazo. Ou seja, a política monetária só afetaria, no longo prazo, os níveis de preço.

Um segundo pressuposto teórico está relacionado ao comportamento dos agentes econômicos, que formariam suas previsões acerca do futuro de acordo com a teoria das expectativas racionais. Segundo esta, 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, aumentando o nível de preços, anulando qualquer efeito sobre o lado real da economia.

Em uma economia sujeita a este tipo de expectativas, qualquer atitude discricionária do Banco Central produz “ruídos” que podem levar os agentes formadores de preços a errar. Os erros diminuem a credibilidade do Banco Central, ao mesmo tempo em que produzem efeitos sobre o nível de produto e emprego somente no curto prazo. No longo prazo, no entanto, a moeda é neutra, ou seja, não é capaz de afetar os níveis de emprego e renda. Este argumento, portanto, justifica eventuais políticas de juros altos porque a taxa de juros, que é a contrapartida de uma política monetária, deve servir aos objetivos de manter a inflação baixa. Os efeitos de curto prazo sobre emprego e renda, no entanto, tendem a se dissipar no longo prazo. Este é um ponto central na argumentação e que será retomado adiante.

Segundo Kydland e Prescott (1977), sendo a moeda neutra no longo prazo, a política monetária deve se submeter ao objetivo precípua de garantir inflação constante e baixa. Isto, combinado ao fornecimento por parte do Banco Central de todas as informações necessárias aos agentes econômicos, garante credibilidade suficiente para evitar ciclos econômicos baseados em assimetria de informação, ou em políticas monetárias não previstas pelos agentes que objetivem alterar níveis de produto e emprego.

Além disto, a inabilidade dos formuladores de política econômica em se comprometerem com uma política econômica de inflação baixa conduzirá a um crescimento excessivo da inflação. Segundo esses autores, o executivo é incentivado, sistematicamente, a produzir mais inflação através de uma política monetária mais expansiva (com taxas de juros abaixo da taxa de equilíbrio). Em geral, tendem a fazer isso principalmente em períodos pré-eleitorais.² Não obstante possam ter sucesso em algum momento como o aumento do emprego e da renda, porque os agentes não esperariam esta atitude do governo, este sucesso ocorre apenas no curto prazo. Como visto, no longo prazo, a política monetária expansionista produziria apenas aumento de preços sem efeito sobre emprego e renda. À medida que o governo vai repetindo esta estratégia, e os agentes não cometem erros sistemáticos, o Banco Central perde credibilidade e a tentativa de aumentar emprego e renda via política monetária não tem nenhum efeito, causando apenas aumento da inflação. Esta é a essência do argumento das expectativas racionais que dá sustentação teórica aos novos-clássicos (os novos monetaristas de Tobin). A reputação e a credibilidade para se manter uma política monetária crível, e que não produza viés inflacionário, é central para o argumento aqui apresentado. Barro e Gordon (1983) discutem o problema da credibilidade das autoridades na condução da política monetária e propõem estruturas para a política monetária que tenham como preocupação central a estabilidade de preços.

Para lidar com o problema da reputação e da credibilidade dos formuladores de política, três seriam as possibilidades possíveis, segundo Romer (2000):

1. Regra fixa de política monetária: neste caso o Banco Central deve se comprometer com a manutenção de uma política monetária com uma regra previamente determinada e acordada com os agentes envolvidos. O problema desta hipótese, segundo Barro e Gordon (1983), é que o governo estará sempre tentado a “burlar” a regra em períodos pré-eleitorais e estimular o aumento do produto e emprego através de uma política monetária expansionista;
2. Currency Board: Neste caso, o Banco Central se compromete a manter o câmbio fixo e a política monetária é toda ela dependente do volume de reservas internacionais disponíveis. Há, neste caso, uma abdicação da política monetária, onde o volume de crédito na economia passa a ser totalmente conectado com uma moeda estrangeira. Variações das reservas em moeda estrangeira determinam o volume de moeda em circulação. O país perde a capacidade de fazer política monetária e, mais do que isto, abdica de sua moeda. Este sistema é compatível com o padrão-ouro, que vigia no século XIX e que se mostrou ineficaz. Mais recentemente o caso Argentino dá uma idéia dos riscos de uma estratégia desta natureza;

² A partir deste argumento há uma extensa literatura sobre os chamados ciclos políticos, onde em períodos próximos a eleições os governantes tendem a gastar mais, aumentar a oferta monetária e, por decorrência, gerar inflação. Ver Nordhaus (1975), Alesina, Roubini, Cohen (1997) entre outros.

3) Banco Central Independente: Neste caso, objetiva-se delegar a política monetária a um técnico independente do governo e das preferências da sociedade. O presidente do Banco Central deve ser escolhido entre pessoas de reconhecida capacidade técnica e que seja avesso à inflação. O objetivo do Banco Central é tão somente o de operar uma política monetária que garanta inflação baixa. A credibilidade e a reputação estariam garantidas por este objetivo. Existiriam dois arcabouços institucionais possíveis para um BCI. No primeiro, chamado de *Independência dos Objetivos e Instrumentos*, o Banco Central pode livremente definir sua meta quantitativa de inflação e pode utilizar os instrumentos monetários com plena autonomia. O segundo é conhecido como *Independência de Instrumentos*. Neste, o Banco Central pode livremente definir quais instrumentos monetários utilizar para alcançar a taxa definida em contrato, por uma outra instituição, o congresso ou o executivo. Caso o presidente e sua diretoria não sejam capazes de manter esta política, podem ser demitidos.

Sob um Banco Central Independente, propõe-se delegar a política monetária a quem é avesso à inflação, mais do que sujeito às preferências da sociedade (que no modelo tradicional supõe que a sociedade quer mais emprego, mesmo que este venha acompanhado de mais inflação). Neste caso, o Banco Central estaria sempre comprometido com uma política monetária compatível com baixa inflação. Segundo Cukierman (1992), ao apresentar os argumentos teóricos que sustentam a tese de independência, um Banco Central que esteja comprometido com a inflação baixa acabaria atuando positivamente sobre os agentes privados, via credibilidade e reputação. Esses efeitos positivos na performance econômica ocorreriam devido a dois principais fatores, quais sejam:

1. Estando livre de pressões políticas, o Banco Central pode promover a estabilidade reduzindo o prêmio de risco das taxas de juros, principalmente devido ao isolamento da política monetária dos ciclos políticos eleitorais. Neste caso, o estado interferiria o menos possível na atividade econômica, o que possibilita a ocorrência de um ciclo virtuoso de crescimento e estabilidade via mercado;
2. Caso o Banco Central sucumba a pressões políticas, isto geraria inevitavelmente alta inflação, o que causa efeitos adversos sobre a performance macroeconômica. Ao contrário, com a determinação da política monetária em garantir baixa inflação, evitaria *rent seeking*, o que reduziria o prêmio de risco.

Importante observar que toda a construção teórica acima apresentada pressupõe, implícita ou explicitamente, que a interferência da autoridade monetária para aumentar o nível de produto e emprego é necessariamente deletéria no curto ou no longo prazos. Mais do que isto, pressupõe um sistema de dominância monetária, ou seja, que a política fiscal é dependente da política monetária. Neste caso, a política fiscal expansionista gera, cedo ou tarde, a necessidade de aumentar a oferta monetária para financiar gastos, ou mesmo para monetizar a dívida. O corolário do fundamento teórico que dá sustentação à tese da Independência (bem como da autonomia³) do Banco Central é que o estado deve evitar intervir na atividade econômica, principalmente através da política monetária, pois

³ Este ponto será melhor discutido à frente.

não terá qualquer efeito sobre produto e renda. As evidências empíricas não demonstram que a independência do Banco Central seja a panacéia para se obter crescimento virtuoso via mercado.⁴ Essas evidências são ainda mais problemáticas em países em desenvolvimento, que – em sua maioria – sofrem de restrições estruturais de divisas. De fato, países que possuem Bancos Centrais mais ou menos independentes ou autônomos, EUA e o Banco Central Europeu⁵ são os exemplos mais típicos, possuem moedas conversíveis e com liquidez internacional

3. CRÍTICAS À PROPOSTA DE BANCO CENTRAL INDEPENDENTE/AUTÔNOMO

As críticas à idéia de autonomia ou independência do Banco Central podem ser separadas em três grupos, a saber: crítica aos pressupostos teóricos; crítica ao conceito de independência e autonomia; e crítica ao conceito de credibilidade. Vamos discutir cada um deles detalhadamente.

Crítica aos pressupostos teóricos

O primeiro aspecto teórico a ser analisado é a suposição da existência de uma taxa natural de desemprego. Vários questionamentos podem ser feitos a esta hipótese. Em primeiro lugar, estão os fatos empíricos. Na história do capitalismo são raros – para não dizer inexistentes – os períodos em que a economia operou na sua respectiva taxa natural de desemprego.⁶ Em segundo lugar há a discussão sobre em que medida os diversos mercados funcionam da forma supracitada. Limitando-se apenas ao caso do mercado de trabalho, é amplamente conhecido o fato de que não existe um mecanismo automático de ajuste que reduza, ou aumente, os salários reais de acordo com a oferta e procura por mão de obra. É possível observar em vários países, em diversos momentos, a existência de trabalhadores desempregados que estão dispostos a trabalhar por salários mais baixos do que os vigentes. Estão desempregados, não por que exista uma suposta falha de mercado, mas sim porque os empresários não estão dispostos a contratar, mesmo com salários rebaixados. Não o fazem porque contratam em função de sua expectativa de demanda de seus produtos e não em função do custo de sua produção. O importante aqui é ter claro que trabalhadores e empresários não se confrontam com a mesma correlação de forças. Em última instância, quem define quando e quanto contratar são os empresários.

Este mesmo raciocínio é aplicável a todos os outros mercados. Ou seja, empiricamente, não existe o chamado livre mercado que equilibraria demandantes e ofertantes nos diversos tipos de mercado, de forma a permitir uma alocação ótima de recursos. Em outras palavras, a hipótese de taxa

⁴ Embora alguns autores encontrem evidências de que nos países industrializados haja uma correlação negativa entre BCI e baixa inflação. Como será observado adiante, este ponto não está livre de críticas.

⁵ O Bundesbank, Banco Central Alemão, era outro exemplo importante de Banco Central Independente, bem como o Banco da Suíça.

⁶ A dificuldade em encontrar qual seria a taxa natural de desemprego motivou pesquisadores a utilizar um conceito mais “moderno” de *NAIRU* (*Non accelerating inflationary rate of unemployment*), que consiste na taxa de desemprego compatível com a não aceleração da inflação.

natural de desemprego seria apenas hipotética, não existindo evidências de sua existência na economia capitalista.⁷

Isto nos leva ao questionamento de um segundo aspecto do ponto de vista teórico: o de que a política monetária só afetaria as variáveis monetárias no longo prazo. A aceitação desta hipótese implica utilizar a política monetária, e principalmente a taxa de juros, com o único objetivo de controlar a inflação. Além disto, em conjunção com a primeira hipótese, isto supõe admitir que a utilização da política monetária para tentar alterar o nível de atividade econômica seria inócua, uma vez que a economia sempre tenderia a voltar a operar no nível de sua taxa natural de desemprego, apenas agora com níveis de inflação mais elevados.

No entanto, existem diversas correntes de pensamento econômico que discordam radicalmente desta abordagem. Entendem a economia capitalista como sendo aquela onde capitalistas buscam preservar, e aumentar, sua riqueza através da posse de ativos diversos, como bens de capital, ativos financeiros, ativos fixos e, até mesmo, a posse de moeda. Neste tipo de sociedade, a política monetária teria o poder de alterar a rentabilidade de diversos ativos. Dependendo do resultado desta política, expresso na rentabilidade comparada da posse de cada um destes ativos, é possível existir situações que façam com que os capitalistas prefiram valorizar sua riqueza em ativos cuja ampliação de sua oferta não implique na geração de emprego, como é o caso dos ativos financeiros. Ou seja, a política monetária tem o poder de permitir que a valorização do capital ocorra no chamado circuito financeiro e não no circuito produtivo (produção de bens e serviços). Além disto, não existiria mecanismo algum em uma sociedade capitalista que garanta, naturalmente, a alteração deste quadro. A política monetária pode, indefinidamente, possibilitar aos capitalistas a ampliação de sua riqueza demandando ativos cuja oferta não implique na contratação de mão de obra. Esta é a lógica do equilíbrio com desemprego keynesiano.

Aceitar que a política monetária possa afetar permanentemente o nível de atividade econômica implica também em aceitar que é necessária uma coordenação entre esta e a política fiscal. Esta não coordenação pode determinar o surgimento de duas situações altamente prejudiciais ao desempenho da economia. Em primeiro lugar, poderia surgir uma situação de conflito entre a política monetária e a fiscal. Por exemplo, poderia ocorrer do executivo estar conduzindo uma política fiscal expansionista, enquanto, no mesmo momento, o Banco Central estaria implementando uma política monetária contracionista. Este cenário, passível de ocorrer em um ambiente com Banco Central Independente/Autônomo, seria extremamente danoso para a economia, uma vez que gera incertezas em relação ao futuro comportamento desta. Um exemplo típico neste caso é o de uma política monetária baseada em taxas nominais de juros elevadas (como o que ocorre no Brasil atualmente) que conduz a um desequilíbrio fiscal estimulado fundamentalmente pelo custo de rolagem da dívida mobiliária. Neste caso, a relação dívida líquida/PIB tende a aumentar, a menos que se produza superávits primários crescentes ou que o PIB cresça acima do crescimento da dívida líquida, o que é virtualmente impossível sob uma política monetária contracionista. Torna-se fundamental, neste caso, uma coordenação de políticas onde não haja dominância fiscal (a política monetária sendo

⁷ Mesmo a *NAIRU* é metodologicamente discutível, uma vez que está sujeita a constantes modificações. Neste caso, qualquer nível de desemprego, em princípio, é compatível com esta taxa.

determinada pela política fiscal) ou dominância monetária (o inverso), sendo as duas utilizadas, articuladamente, para a obtenção de estabilidade e crescimento.

Finalmente, do ponto de vista teórico, faltaria discutir os determinantes da inflação. A proposta do BCI pressupõe que a inflação seja um fenômeno puramente monetário, onde a quantidade de moeda na economia determinaria o nível geral de preços. Como visto, uma hipótese central para validar esta argumentação seria o fato de uma economia capitalista estar em equilíbrio dinâmico à sua taxa natural de desemprego. No entanto, como visto, esta hipótese é altamente questionável. Aceitando este questionamento, a explicação sobre os determinantes da inflação deve ser buscada em outra matriz teórica. Entre as diversas explicações para este fenômeno se destaca aquela que trata a inflação como resultado de um conflito distributivo, principalmente entre capital e trabalho, sobre o excedente produzido na sociedade.

Crítica aos conceitos de independência e autonomia

A crítica aos conceitos de independência e autonomia do Banco Central possui duas dimensões. A primeira delas é estritamente conceitual. Existe, principalmente no debate recente no Brasil, muita confusão sobre a diferença entre *autonomia e independência*. A literatura diferencia graus de independência, através da definição de quem determina as metas a serem atingidas pela política monetária. Um Banco Central completamente *independente* seria aquele que, solitariamente, determinaria os objetivos e os instrumentos para alcançá-los. O Banco Central seria “menos” *independente*, quando possuísse apenas a liberdade para determinar os meios para alcançar os objetivos determinados por uma outra instância (Congresso ou Executivo). Esta última forma tem sido apresentada no presente debate como sendo *autonomia* do Banco Central, em contraposição à primeira, que seria considerado como *independência*. Esta diferenciação merece ser melhor analisada, para não se resumir toda a discussão em uma questão de semântica.

A questão central que deve ser respondida é: qual instância governamental define quais serão as taxas de juros e de câmbio? Se a resposta a esta pergunta for o Banco Central, então não existe diferença entre *autonomia e independência*. Ou seja, tanto faz que Banco Central esteja determinando a taxa de juros e a taxa de câmbio para atingir uma meta estabelecida pelo executivo ou por ele próprio. A sua ação sempre correrá o risco de se confrontar com a política fiscal, gerando sérios problemas de coordenação econômica.

Em segundo lugar, como medir *independência*? Usualmente a literatura econômica sugere que esta seja medida através, principalmente, da análise de aspectos legais do funcionamento de um Banco Central. Assim, se o executivo não possuir poderes para exonerar um membro da diretoria do Banco Central, se esta diretoria possuir mandato fixo e se o executivo não possuir mecanismos formais para influenciar as decisões sobre juros e câmbio, então o Banco Central é independente/autônomo. No entanto, como salienta Carvalho (1995), tais mecanismos não garantem a liberdade preconizada pela simples razão de não evitar articulações informais entre executivo e o Banco Central. Assim sendo, uma diretoria de um Banco Central poderia utilizar a política monetária para ajudar, por exemplo, a reeleição de um presidente com o qual simpatize. Aliás, este foi o comportamento do Banco Central

do Brasil nas duas últimas eleições para presidente, mesmo que alguns de seus ex-presidentes defendam abertamente a independência/autonomia do Banco Central do Brasil.

Para enfrentar o problema mencionado acima, a literatura recente sobre independência do Banco Central passou a introduzir em seus modelos mecanismos de prestação de contas da autoridade monetária, caso uma meta especificada não fosse atingida. Usualmente esta prestação é feita junto ao Congresso. No entanto, os mesmos contra-argumentos continuam válidos nesta situação: o que impediria o Congresso aceitar as explicações da autoridade monetária por interesses eleitorais. Ou seja, não existe um mecanismo formal que garanta de fato a *independência* ou a *autonomia*.

Crítica ao Conceito de Credibilidade

Como mostrado anteriormente, um dos argumentos fundamentais para a tese de *independência/autonomia* é a suposta credibilidade que esta decisão daria à política monetária, facilitando assim o combate à inflação. Sem dúvida, uma política governamental confiável, qualquer que seja ela, facilita a sua implementação e obtenção de seus objetivos. No entanto, o que deve ser discutido é como esta credibilidade é obtida e o que ela significa.

Como mostrado anteriormente, para os adeptos da tese da independência do Banco Central, a credibilidade seria obtida pela autoridade monetária se ela se comprometesse a implementar uma política monetária que teria por objetivo exclusivo o combate à inflação, além de não surpreender os agentes econômicos com tentativas de aumentar o produto e o emprego no curto-prazo às custas de uma escalada inflacionária. Existem vários problemas com esta interpretação que merecem uma análise mais detalhada.

Inicialmente é necessário reconhecer que o conceito de política econômica de credibilidade incorre em um problema de circularidade. Uma política para ter credibilidade deve atingir seus objetivos. No entanto, segundo os adeptos do Banco Central Independente, para atingir seus objetivos a autoridade monetária deve possuir credibilidade. Ou seja, credibilidade é condição e resultado de uma política monetária. Em sociedades dominadas por uma concepção de política econômica (qualquer que seja ela), esta circularidade impõe um caráter extremamente *antidemocrático* à condução da economia. A necessidade de se implementar políticas *confiáveis* para a obtenção dos resultados desejados faz com que políticas alternativas à dominante sejam excluídas *a priori*. A possibilidade de se testar outras políticas é descartada por definição.

Este aspecto é muito claro no atual debate sobre *independência/autonomia* do Banco Central e política econômica. A dominância de uma concepção de economia no Brasil nos anos FHC produziu um *falso consenso* de que existia apenas uma única política econômica a ser implementada. Qualquer alternativa é vista com desconfiança, gerando reações adversas, mesmo antes de implementadas. Ou seja, a própria reação de setores da sociedade faz com que alternativas não possam ter o tempo necessário para atingirem seus objetivos, não conseguindo assim a credibilidade necessária para se sustentarem no decorrer do tempo.

Este comportamento de setores da sociedade acima descrito nos leva ao segundo ponto a ser destacado, vale dizer, a credibilidade de uma política econômica é determinada por fatores *endógenos*

à sociedade onde é implementada, e não determinada *exogenamente*, por um manual de economia qualquer. No atual mundo de liberalização financeira e globalização, a credibilidade de políticas econômicas são asseguradas pela mobilização de poderes políticos e econômicos. Políticas econômicas de caráter neoliberal, ao terem suporte de organismos e capitais internacionais, facilitam o influxo de recursos que *criam* a credibilidade. Ou seja, tais políticas não são inerentemente confiáveis, mas são assim transformadas pelo suporte de grupos de interesse que se beneficiam destas políticas. De maneira oposta, como salienta Grabel (1998), programas econômicos não neoliberais se tornam *endogenamente não confiáveis* uma vez que aqueles governos que os põem em prática, normalmente são incapazes de impedir que o capital, tanto doméstico quanto internacional, se engaje em atividades que minem tais programas, como por exemplo, fuga de capital, suspensão de linhas de crédito ou ajudas financeiras. Uma ressalva é importante: não se está afirmando aqui que apenas as políticas neoliberais possam ter sucesso no atual contexto, mas sim que o critério de credibilidade não é econômico, mas político.

4. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

Como discutido até aqui, a proposta de um Banco Central Independente, ou com autonomia de instrumentos, decorre da suposição explícita de que a moeda é neutra no longo prazo e de que políticas monetárias anticíclicas produzem apenas inflação. Neste sentido, a despolitização da política monetária, transferindo sua manipulação a um Banco Central independente do governo evitaria inflação. Alguns trabalhos trataram de avaliar a relação entre independência dos Bancos Centrais, inflação, variação da inflação e variação do PIB. Cukierman, Webb e Neyapti (1992) e Alesina e Summers (1993) desenvolveram índices para analisar graus de independência dos Bancos Centrais para diversos países e, a partir daí, obtiveram conclusões sobre o efeito da maior ou menor independência dos Bancos Centrais sobre inflação e performance macroeconômica. Os resultados agregados apontam para o fato de que maior independência estaria inversamente relacionado com a inflação em países industrializados, mas não em países em desenvolvimento (Cukierman, Webb e Neyapti, 1992). Alesina e Summers (1993) observam uma alta correlação inversa entre inflação e independência, bem como entre variância da inflação e independência dos Bancos Centrais. Por outro lado, não conseguiram determinar empiricamente relação entre independência e variação do PIB.

Os resultados obtidos em testes empíricos que sustentam a tese de Banco Central Independente devem ser tomados com cautela, a começar pelos critérios utilizados pelos autores para determinar independência de Bancos Centrais. Tanto Cukierman, Webb e Neyapti (1992) quanto Alesina e Summers (1993) determinam critérios para independência dos Bancos Centrais que podem ser sujeitos a críticas. Ainda assim, já que o Bundesbank é considerado o mais independente de todos, os resultados podem ser relativizados pelo fato de que, após as experiências de inflação nos países desenvolvidos nos anos setenta, assistimos a um fenômeno generalizado de baixa inflação nos anos oitenta em todos os países industrializados, independentemente do arranjo institucional de seus respectivos Bancos Centrais. Desta forma, menos do que consequência do grau de independência, o importante é que a idéia de baixa inflação permeou a política econômica dos países industrializados nos anos oitenta e noventa.

Estas observações são confirmadas por outros estudos. Posen (1995) mostra que em países onde predominam um conjunto de *interesses* antiinflacionário, instituições são construídas neste sentido. Bancos Centrais Independentes surgiram em países onde existia uma nítida opção antiinflacionária, como é o caso da Alemanha após o trauma da hiperinflação dos anos vinte. Isto dificulta diferenciar o que causou a queda da inflação: a independência do Banco Central ou a decisão política em enfrentar a inflação. Este autor sugere que existe uma clara evidência estatística para sustentar a existência de uma relação causal entre interesses antiinflacionários e independência do BACEN, e não entre independência do BACEN e baixa inflação. Além disto, como demonstra Sicsú (1996), a experiência histórica do FED (Banco Central americano) mostrou que não é a independência que garante inflação baixa, mas sim a decisão de combater a inflação, qualquer que seja o grau de independência. Além disto, Posen (1995), após vários testes estatísticos, afirma não existir evidência de que maior credibilidade conduza a uma menor inflação.

5. TRÊS ILUSÕES ACERCA DA PROPOSTA DE INDEPENDÊNCIA / AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL

Para finalizar este trabalho, faz-se necessário analisar alguns argumentos presentes no debate acerca do tema, o que serão chamados aqui de *ilusões*.

i) Ilusão um: aprovar a autonomia do Banco Central irá atrair capitais internacionais.

Este argumento tem sido freqüentemente apresentado como uma necessidade para o país conseguir atrair os capitais necessários para o fechamento de suas contas externas. Ou seja, a adoção da independência/autonomia seria vista com bons olhos pelo mercado e, com isto, os capitais financeiros internacionais migrariam para o país com mais facilidade.

Não se pode negar que este argumento possui um certo grau de veracidade. Agradar aos grandes investidores, de fato, pode facilitar a vinda deles para o país. O problema é que isto não implica que o inverso seja verdadeiro. Ou seja, a não aprovação desta proposta afastaria estes capitais. O mundo está repleto de exemplos onde os investidores alocariam seus recursos sem que tais países adotassem políticas pró-mercado. O investidor internacional está interessado em obter o maior lucro possível, quer o país receptor tenha Banco Central Independente ou não, faça ou não controle de entrada, como é o caso da China, por exemplo. Ou seja, não existe evidência alguma que sustente a afirmativa de que não aprovar a proposta de BCI provocaria uma fuga de investidores externos. A Argentina instituiu o Currency Board e não se livrou de uma fuga de capitais que gerou uma crise de proporções gigantescas.

ii) Ilusão dois: o governo não abrirá mão do controle da economia se ele definir a meta de inflação e o Banco Central tiver autonomia para definir os instrumentos de como alcançar a meta estipulada

Como já salientado, a questão importante é definir quem determina as taxas de juros e câmbio. Mesmo que o executivo determine as metas a serem alcançadas, caso o Banco Central possua autonomia para determinar, de forma autônoma e independente, as taxas de juros e a política cambial, o controle da política econômica terá sido perdido. Neste contexto, parte significativa do raio de manobra de uma política fiscal ficaria comprometido e sujeito aos humores do Banco Central.

iii) Ilusão três: a aprovação da autonomia do Banco Central facilitaria a redução da taxa de juros.

Segunda esta ilusão autonomia do Banco Central, ao gerar uma maior confiança dos investidores na condução da política monetária, possibilitaria a autoridade monetária reduzir o prêmio de risco embutido nas taxas de juros dos títulos brasileiros. Este argumento é ilusório, pois a adoção da autonomia do Banco Central **não enfrenta** o principal problema relacionado à taxa de juros, qual seja, a vulnerabilidade externa. Como o país necessita de recursos externos para fechar suas contas, ele deve ter uma taxa de juros que seja mais atraente do que aquelas praticadas por outros países. A autonomia do Banco Central não altera em nada este quadro. Enquanto o país depender de capitais externos, ele sempre terá que definir sua taxa de juros em função das taxas praticadas internacionalmente, tentando evitar fuga ou atrair capitais, mesmo que em determinados períodos o prêmio de risco seja grande o suficiente para que capitais não migrem para o país independentemente da taxa interna de juros. Ademais, a evidência empírica não sustenta esta argumentação. Boa parte dos investimentos diretos estão limitados aos países industrializados, restando pequena porcentagem para os países em desenvolvimento.

Por fim, dois outros pontos. A discussão sobre o BCI tem uma dimensão às vezes não muito clara. A adoção de uma nova estrutura do Banco Central tem conseqüências que vão muito além do que a simples mudança de política econômica. Esta é uma decisão, cuja reversão, em qualquer momento futuro, implicará em custos elevadíssimos, significativamente superiores àqueles que poderiam originar caso esta proposta não seja implementada.

BIBLIOGRAFIA

- ALESINA, A. e SUMMERS, L. (1993), “Central Bank Independence and macroeconomic performance: some comparative evidence”. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25: 151-162.
- ALESINA, Alberto, ROUBINI, N. and COHEN, G. (1997), *Political Cycles and the Macroeconomy*, The MIT Press.
- BARRO, R. e GORDON, D. (1983), “A positive theory of monetary policy in a natural rate model”. *Journal of Political Economy*, 9, ago.
- CARVALHO, F. (1995) “A independência do Banco Central e a disciplina monetária: observações céticas” *Revista de Economia Política*, Vol. 15, n. 4 (60), p. 134 – 141.
- CUKIERMAN, A. (1992), *Central Bank strategy, credibility and independence: theory and evidence*, Cambridge, MA, MIT Press.
- CUKIERMAN, A., WEBB, S. e NEYAPIT, B. (1992), “Measuring the independence of central banks and its effects on policy outcomes”. *The World Bank Economic Review*, 6: 353-398.
- GRABEL, I. (1998), “Coercing credibility: neoliberal policies and monetary institutions in developing and transitional economies”, in ARESTIS, P. e SAWYER, M. (eds) *The Political Economy of Central Banking*, Edward Elgar, Aldershot.
- KYDLAND, F. e PRESCOTT, E. (1977), “Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans”, *Journal of Political Economy*: 85: 473 – 446.
- MENDONÇA, H. F. (2003). Independência do Banco Central e Coordenação de Políticas. *Revista de Economia Política*, V. 23, n.1 (89), Jan-Mar.
- NORDHAUS, W. (1975) *The Political Business Cycle* *Review of Economic Studies*, April.
- POSEN, A. (1995) “Central bank independence and disinflationary credibility: a missing link” http://www.ny.frb.org/maghone/staff_rp/sr1.html Acesso em 28/04/2003.
- ROMER, D. (2000). *Advanced Macroeconomics*. McGraw Hill, New York.
- SICSÚ, J. (1996) “A tese da independência do Banco Central e a estabilidade de preços: uma aplicação do método Cukerman à história do FED”, *Estudos Econômicos* 26, n 1, pp. 21 – 49.