

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL: ASPECTOS  
TEÓRICOS, PRÁTICOS E INSTITUCIONAIS**

**Márcio David Silva de Mattos**

**Matrícula: 0016676-0**

**Orientador: Gustavo H. B. Franco**

**Junho 2006**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL: ASPECTOS  
TEÓRICOS, PRÁTICOS E INSTITUCIONAIS**

**Márcio David Silva de Mattos**

**Matrícula: 0016676-0**

**Orientador: Gustavo H. B. Franco**

**Junho 2006**

“ Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

## Agradecimentos

A Deus.

À minha mãe, Maria Silva de Mattos, a quem devo minha existência.

À Juliane Del Negri , mulher da minha vida e paciente parceira de discussões sócio-econômicas.

Ao professor Gustavo Franco pelas instigantes aulas do Seminário de Política Econômica, bem como pela orientação desta monografia, indicando textos e papers relevantes.

Ao professor Márcio Garcia, pelas aulas de Macroeconomia e por sempre estimular a busca pela excelência acadêmica.

## Dedicatória

Dedico este trabalho à Professora Sandra Cavalcanti, maior responsável direta pela minha graduação nesta universidade.

“O Banco Central pode errar ou acertar, mas seguramente acertará mais se não estiver sujeito à influência de políticos” - Gustavo Franco – Ex-Presidente do BC.

## ÍNDICE

|   |           |
|---|-----------|
| <b>INTRODUÇÃO.....</b>  | <b>08</b> |
| <b>I. Aspectos Teóricos da Independência do Banco Central .....</b>                                 | <b>09</b> |
| <b>II. Soluções para o problema do viés inflacionário .....</b>                                     | <b>13</b> |
| <b>II.1- Alex Cuckierman e a Independência do Banco Central.....</b>                                | <b>13</b> |
| <b>II.2- Rogoff e o banqueiro central conservador.....</b>  | <b>16</b> |
| <b>II.3- Walsh e os contratos ótimos de política monetária .....</b>                                | <b>17</b> |
| <b>III. A Evidência Empírica Internacional da Relação entre Independência e Inflação.....</b>       | <b>19</b> |
| <b>IV. A Evolução Institucional da Autoridade Monetária no Brasil ao Longo do Século XX.....</b>    | <b>23</b> |
| <b>IV.1- Pré-história.....</b>  | <b>23</b> |
| <b>IV.2- História.....</b>  | <b>24</b> |
| <b>V. O Índice de Independência de Cuckierman Aplicado ao Brasil – O Progresso dos Anos 90.....</b> | <b>29</b> |
| <b>Conclusão e Considerações Finais.....</b>  | <b>32</b> |
| <b>Bibliografia.....</b>  | <b>37</b> |

## Índice de Gráficos e Figuras

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Figura 1: Jogo de Política Monetária.....</b>   | <b>11</b> |
| <b>Gráfico 1: IBC vs Inflação.....</b>             | <b>19</b> |
| <b>Gráfico 2:IBC vs Variância da Inflação.....</b> | <b>20</b> |

## Índice de Tabelas

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Tabela 1: Índice de IBC de Cuckierman anos 80.....</b>           | <b>35</b> |
| <b>Tabela 2: Questionário de Cuckierman aplicado ao Brasil.....</b> | <b>36</b> |

## INTRODUÇÃO

O Brasil enfrentou nos anos 80 e 90 o desafio da estabilização de maneira errática, mas cumulativa: os planos econômicos foram construindo ao longo do tempo conhecimento empírico que servia de base ao próximo passo a ser dado. Culminou no Plano Real e numa tecnologia de combate à inflação que se assemelha ao que é feito no resto do mundo: o Banco Central possui autonomia de fato para perseguir as metas de inflação estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.

O debate público tem evoluído no Brasil nos últimos anos, tendo o tema da independência do Banco Central freqüentado mais ativamente as colunas dos principais articulistas econômicos, bem como alguns discursos parlamentares. Espera-se que, assim como o Plano Real se valeu de uma massa crítica acadêmica e de um forte respaldo da opinião pública, a tese de autonomia legal do Banco Central tenha encontrado o seu *momentum* e passe de devaneio acadêmico à melhoria efetiva do nosso quadro institucional.

Esta monografia nasceu do interesse em responder à seguinte pergunta: poderá o Brasil novamente sofrer com a hiperinflação no futuro? Dito de outra forma, o país conseguiu construir um arcabouço institucional que reflita a aversão da sociedade em relação à inflação? Os mais pobres gozam de garantias legais contra a sanha do Estado em tributá-los sem representação via emissão de moeda?

O Capítulo 1 faz uma revisão da literatura teórica a respeito da independência do banco central. O capítulo 2 prossegue com algumas das sugestões da literatura para se minimizar o viés inflacionário. O capítulo 3 relata a evidência empírica a respeito da associação entre independência do banco central e baixas taxas de inflação.

Os capítulos 4 e 5 mostram a saga institucional que foi a criação de uma autoridade monetária moderna no Brasil – desde a pré-história do século XIX à criação do COPOM – Comitê de Política Monetária, em 1996. Além disso, o capítulo 5 mostra a evolução do Índice de Independência de Cuckierman aplicado ao Brasil nos últimos 20 anos. No final, são apresentados os comentários finais e a conclusão.

## CAPÍTULO I – ASPECTOS TEÓRICOS DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL

A questão teórica da Independência do Banco Central (IBC) está alicerçada num pilar macroeconômico segundo o qual, no longo prazo, a política monetária é neutra. Segundo Cuckierman (1996), a curto prazo, pode-se usar a expansão monetária para a consecução de vários objetivos reais, como taxas de juros baixas, elevação do nível de atividade econômica e do emprego, financiamento da senhoriagem do orçamento do governo e prevenção de crises financeiras. Ainda segundo o autor, embora os formuladores de políticas não gostem de inflação, eles em geral estão dispostos a aceitá-la para conseguir um ou mais desses objetivos.<sup>1</sup>

Ocorre que, uma vez iniciado o processo de ação discricionária por parte de governo, os agentes antecipam racionalmente essa alta taxa de inflação e a embutem nos contratos nominais de salários e dos mercados de capitais. O problema é que, em razão dessa “atitude preventiva” por parte do público, os formuladores de políticas terão de inflacionar apenas para manter o equilíbrio que surgiria sob um compromisso de inflação zero. Assim, em condições discricionárias, a política monetária fica sujeita a vieses inflacionários abaixo do ponto ótimo na presença de um ou mais dos motivos citados para a expansão monetária.

A pergunta que muitos economistas tentaram responder ao longo dos últimos anos foi: por que a IBC, tudo o mais constante, reduziria a inflação. Eijffinger & Haan (1996) mencionam pelo menos três respostas da literatura à questão acima formulada, quais sejam:

- a) argumentos da Teoria da Escolha Pública
- b) a análise de Sargent & Wallace (1981)
- c) argumentos baseados no problema da inconsistência temporal da política monetária

---

<sup>1</sup> O autor menciona ainda outros instrumentos de alívio de curto prazo, como a depreciação da taxa de câmbio nominal para, temporariamente, melhorar a conta corrente do balanço de pagamentos.

De acordo com a escola da Teoria da Escolha Pública, as autoridades monetárias estão expostas às fortes pressões políticas para se comportarem de acordo com as preferências dos governantes. Apertos monetários agravam a posição orçamentária do governo.<sup>2</sup> Este pode preferir o caminho do “dinheiro fácil”. A forma de se minimizar esse risco, segundo a escola da Teoria da Escolha Pública, é reduzir a dependência pessoal da diretoria do banco central em relação ao governo: quanto maior for a esfera de influência do governo na indicação da diretoria do banco central, maior a probabilidade de que a mesma diretoria persiga os objetivos desejados pelo governo.

Algo diferente é a análise de Sargent & Wallace (1981), que faz distinção entre autoridades fiscais e monetárias. Se a política fiscal é dominante, isto é, se a autoridade monetária não pode influenciar o tamanho do déficit orçamentário do governo, a oferta de moeda se torna endógena. Caso o público não possa ou não mais queira absorver novas emissões de títulos de dívida do governo, segue-se que as autoridades monetárias serão forçadas a financiar o déficit adicional via criação de moeda. Contudo, se a política monetária é dominante, as autoridades fiscais serão forçadas a reduzir o déficit. Assim, quanto mais independente for o banco central, menos as autoridades monetárias serão forçadas a financiar os déficits por criação de moeda. Seu argumento, portanto, se baseia na independência financeira.

Finalmente, há o famoso argumento de Kydland & Prescott (1977), baseado no problema da inconsistência intertemporal. Este surge quando o plano ótimo feito no presente para algum período no futuro deixa de ser ótimo quando o referido período se inicia. Em modelos deste tipo, o governo e a sociedade estão colocados num tipo de “dilema dos prisioneiros”.

De maneira mais formal, segundo Modenesi (2005), diz-se que uma política é dinamicamente inconsistente se o argumento que maximiza (minimiza) a função de bem-estar social (de perdas) no período  $t$  for diferente do argumento máximo (mínimo) em  $t + 1$ . Isso explica que ex post a autoridade monetária tem incentivo a reformular a

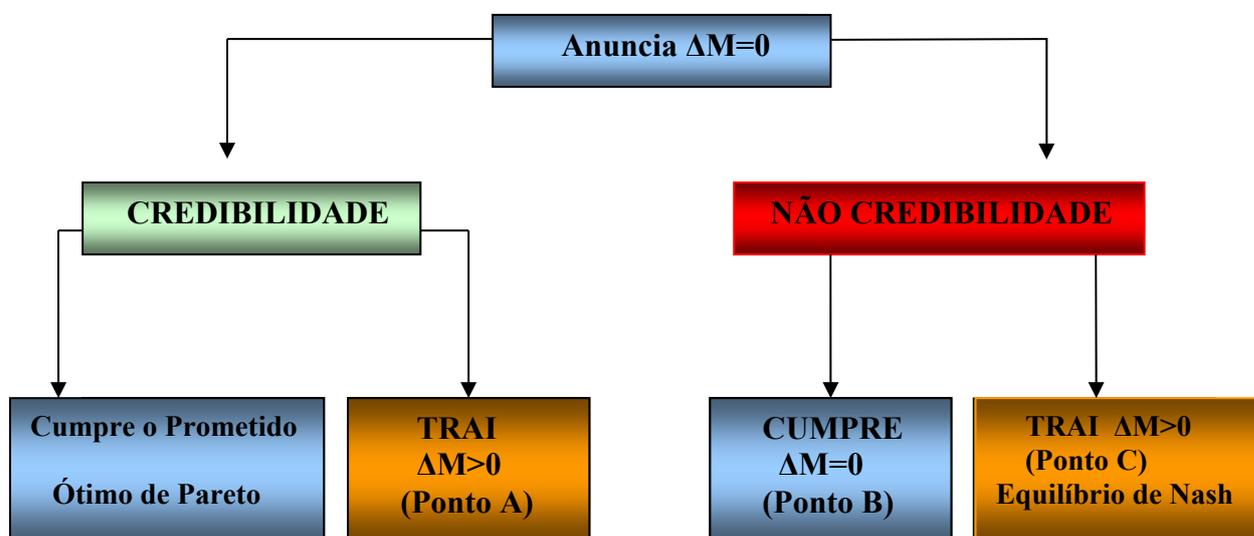
---

<sup>2</sup> Segundo os autores, a queda de arrecadação advinda de uma redução do ritmo de atividade, baixos ganhos de senhoriagem e o aumento da dívida pública advindo do aumento dos juros agravam a posição financeira do governo.

política anunciada ex ante. Nesse caso, o policymaker fará uso de seu poder discricionário para reotimizar a função objetivo (do problema) da política monetária.<sup>3</sup>

Resumindo, quando a política monetária é conduzida discricionariamente, há um viés inflacionário: a autoridade monetária é incentivada a trair, e não adotar a política monetária anunciada, na presença ou na ausência de credibilidade. Havendo credibilidade, a economia se desloca para o ponto A; na ausência de credibilidade, a economia se desloca para o ponto C. Os agentes racionais, por sua vez, reconhecem a existência de um viés inflacionário da discricionariedade da política monetária, o que compromete a sua credibilidade. Há, portanto, uma antecipação do fato de que existem incentivos para que a autoridade monetária não implemente ao que foi anunciado e produza um choque, gerando inflação surpresa em troca de benefícios macroeconômicos de curto prazo.

**Figura 1 – Jogo de Política Monetária**



<sup>3</sup> Trata-se de um equilíbrio cooperativo, em que o payoff dos dois jogadores é maior do que no equilíbrio de Nash. Tal equilíbrio é ótimo de Pareto: não existe outro par de estratégias que aumente o payoff de um sem piorar o do outro.

Caso não exista um mecanismo de comprometimento, isto é, um arcabouço institucional que impeça o acionamento do viés inflacionário, anunciar uma política monetária austera não terá nenhuma credibilidade. Deve-se criar, portanto, condições institucionais que eliminem ou reduzam a presença do viés inflacionário.

Algumas respostas encontradas na literatura são exatamente o foco do próximo capítulo.

## **CAPÍTULO II - SOLUÇÕES PARA O PROBLEMA DO VIÉS INFLACIONÁRIO**

As mais famosas respostas encontradas na literatura para o problema do viés inflacionário foram dadas por Cuckierman (1992), Rogoff (1985) e Walsh (1995)

### **II.1 - Alex Cuckierman e a Independência do BC**

Segundo Cuckierman, “o viés inflacionário pode ser eliminado pelo pré-comprometimento a se adotar uma política monetária que vise a alcançar a estabilidade de preços ou uma reduzida taxa de inflação. Uma maneira de implementar esse comprometimento na prática é dar suficiente independência ao Banco Central e obrigá-lo, por lei ou outros instrumentos, a buscar a estabilidade de preços, mesmo que isso implique colocar em segundo plano os demais objetivos da política monetária” (Cuckierman, 1994).

Assim, a tese da IBC tem como fundamentos a aceitação da existência do viés inflacionário na condução da política monetária e a hipótese, corroborada pela evidência empírica, de que existe uma correlação negativa entre o grau de independência do Banco Central e a inflação. Como será visto no próximo capítulo, tal evidência tem como base os dados relativos aos países desenvolvidos. Todavia, mesmo nos casos dos países em desenvolvimento, os dados existentes apontam pelo menos a neutralidade do grau de independência em relação aos efeitos na taxa de inflação (Alesina & Summers, 1993).

Cuckierman (1996) menciona o fato de que existe uma recente tendência rumo à IBC e atribui tal fenômeno à confluência de diversos fatores em diferentes partes do mundo, identificando que, subjacente está o aumento pela demanda por estabilidade de preços devida, principalmente a dois fatores: a experiência de estagflação dos anos 70 e do desempenho econômico adverso de alguns países de inflação elevada na América Latina e em outras regiões, além de uma mudança na postura convencional relativa à inflação e ao crescimento real. Os anos 60 ficaram marcados pela aceitação dogmática

da idéia de que certa inflação favorece o crescimento. Nos anos 80 e 90 predominou a opinião de que a inflação e as incertezas a ela associadas retardam o crescimento. Além disso, a globalização do mercado financeiro do final do século XX aumentou a importância da estabilidade de preços na medida em que os governos e os investidores privados procuraram melhorar seu acesso aos mercados financeiros internacionais.

A escolha da IBC como demonstração do compromisso com a estabilidade tem várias razões, dentre as quais destacam-se:

- a) o colapso do Sistema de Bretton Woods e do Sistema Monetário Europeu, instituições notadamente comprometidas com a estabilidade nominal, fez com que aumentasse a demanda por novas instituições;
- b) o sucesso da experiência de independência do Bundesbank demonstrou que tal mecanismo pode efetivamente funcionar como âncora nominal;
- c) a adoção do Tratado de Maastricht e a consecutiva implementação do Euro, fazendo com que vários países da Comunidade Econômica Européia (CEE) tivessem que, sob pena de descumprimento do tratado, ampliar consideravelmente o grau de independência de seus BC's;
- d) o próprio êxito latino-americano em estabilizar fez com que se buscasse, na região, mecanismos institucionais capazes de reduzir consideravelmente a probabilidade de inflação alta e persistente no futuro;
- e) o caminho de ampliação de autonomia monetária nos BC's dos países ex-socialistas como parte da tentativa daqueles governos de criar a estrutura institucional necessária para o funcionamento ordenado de uma economia de mercado.

A tese de IBC, contudo, não saiu incólume às críticas, dentre as quais, destacam-se:

- a) A questão da Accountability – alguns autores argumentam que a política monetária é apenas um dentre vários instrumentos de política econômica, tal como a política fiscal e, portanto, deveria ser inteiramente determinada por representantes democraticamente eleitos;

- b) A questão da Coordenação de Políticas – alguns críticos questionam a tese da IBC argumentando que tal mecanismo geraria conflitos entre a política monetária e fiscal, por exemplo.

Quanto à questão de Accountability, Eijffinger & Haan (1996) respondem que, numa democracia, os responsáveis pelas “regras do jogo” são os parlamentares que, em última instância, promulgam leis, inclusive as que regem os bancos centrais. Todavia, o jogo é delegado aos bancos centrais. Além disso, Alan Blinder, numa palestra proferida numa universidade dos EUA, comparou a atividade do FED à da NASA, a Agência Espacial Norte Americana. Segundo o ex vice-chairman do FED, ninguém em sã consciência defenderia que a NASA fosse mais democrática na forma como alcança os objetivos estabelecidos pelo governo daquele país. A comparação é pertinente pois o grau de similaridade entre a tecnicidade das decisões de ambos os órgãos e as críticas que sofrem ao fracassar na consecução dos seus objetivos coloca lado a lado engenheiros espaciais e economistas dos bancos centrais. Todavia, as críticas quanto a má execução das tarefas que lhes foram impostas pelos congressistas, que democraticamente representam a sociedade, não apenas é pertinente e legítima, como também é fundamental, uma vez que tais organismos não podem se tornar herméticos e impenetráveis.

Quanto à questão da coordenação de políticas, Eijffinger e Haan (1996) mencionam o fato de que, se for levada em conta a sustentabilidade da política fiscal, vale a proposição de Sargent & Wallace (1981) que, analisando essa questão, mostraram que se o governo embarca numa trajetória de déficits insustentáveis, o Banco Central pode ser eventualmente forçado a inflacionar a economia para cobrir o déficit. Ao perceber isso, o público aumenta a expectativa de inflação, tornando-se assim, uma profecia auto-realizável, uma vez que aumenta a inflação mesmo antes do déficit atingir o seu limite. Assim, não há necessariamente uma relação de causalidade entre IBC e ausência de coordenação de políticas, podendo a política monetária, esta sim ser levada à reboque da política fiscal.

A principal contribuição de Cuckierman, além da análise qualitativa do fenômeno recente da ampliação do grau de IBC por todo mundo, é a criação de um índice de IBC, com base num questionário acerca do grau de maturidade das instituições monetárias dos países. Tal índice permite não apenas comparar o grau de independência

dos BC's dos vários países, como também analisar a evolução de um mesmo país ao longo de sua história, o que permite avaliar a efetiva contribuição de mudanças institucionais para a ampliação ou não do grau de independência do Banco Central. Este índice será utilizado no Capítulo V para analisar as transformações pelas quais o país passou na década de 90 e como estas contribuíram para que aqui se tivesse, talvez pela primeira vez na nossa história, um Banco Central moderno, com tudo o que isso significa em termos de não financiamento do Tesouro, de autonomia operacional e de não revogação das decisões tomadas por seus dirigentes.

## **II.2 - Rogoff e o banqueiro central conservador**

Uma outra proposta para se amenizar o viés inflacionário foi feita por Rogoff (1985) que mostrou que, para fazê-lo, a sociedade tem que, entre outras alternativas: escolher para a presidência do Banco Central independente um agente que reconhecidamente dê maior peso ao combate à inflação do que a média da sociedade. Tal modelo leva em conta o fato de que os dirigentes de bancos centrais são normalmente escolhidos entre indivíduos conservadores da comunidade financeira, possuindo um incentivo adicional para que tenham êxito em resistir às pressões por mais inflação: o seu sucesso no combate à inflação aumenta o seu prestígio e a probabilidade de maior remuneração quando voltar ao setor privado. O cerne do argumento, no entanto, é a questão da credibilidade do compromisso com a estabilidade de preços.

As dificuldades de implementação do modelo de Rogoff residem nos fatos que seguem:

- a) Seleção de Indivíduos Conservadores – a sociedade teria que desenvolver mecanismo de escolha e critérios de seleção eficazes para que indivíduos conservadores sejam efetivamente selecionados;

- b) Reconhecimento Público do Conservadorismo – os agentes econômicos e o público em geral precisarão acreditar que o indivíduo selecionado possui de fato uma maior aversão à inflação que a média da sociedade
- c) Conservadorismo Intertemporal – é preciso que o conservadorismo dure por todo o mandato, caso contrário, a perda de credibilidade colocará em risco a estabilidade de preços e o controle inflacionário.

Além dessas questões acima, existe ainda o fato de que a nomeação de indivíduos conservadores ao extremo, além de aumentar a variabilidade do produto e da inflação, pode levar a um grau de rigidez tão grande que não produziria uma combinação ótima de variabilidade de inflação e produto que a sociedade deseja.

A contribuição de Rogoff colocou novamente no debate o fato de que, ainda que o aparato institucional esteja adequadamente montado, ainda que formalmente a lei dê independência ao Banco Central, as instituições são compostas por pessoas e, portanto, a qualidade das mesmas faz toda a diferença para que os objetivos da instituição sejam alcançados.

O modelo a seguir levanta uma questão pertinente quando o assunto é a qualidade das pessoas. Não basta, portanto, que o indivíduo que ocupe a cadeira de presidente do BC seja conservador: é preciso que ele possua incentivos a não deixar de o ser.

### **II.3 – Walsh e os Contratos Ótimos de Política Monetária**

Walsh (1995) propôs a elaboração de um contrato ótimo entre o banco central (agente) e as autoridades políticas (principal). Tal contrato levaria em conta o fato de que, para que possuísse incentivos a agir de acordo com o objetivo da estabilidade de preços, o banqueiro central teria o seu salário vinculado à performance da inflação: quando esta aumentasse, seu salário cairia. A idéia aqui é tentar induzir o dirigente do banco central a comportar-se idealmente, reduzindo assim o viés inflacionário.

Blinder (1999) questiona alguns aspectos cruciais do modelo de Walsh. Primeiramente, não acredita que, uma vez que um banqueiro central que já decidiu abrir mão de buscar apenas a estabilidade de preços será dissuadido da idéia apenas por uma

pequena variação salarial. Em segundo lugar, o autor menciona o fato de que é muito raro que um banco central atrele explicitamente seus salários ao desempenho econômico.<sup>4</sup> Finalmente, mas não menos importante, é a questão essencial do modelo, isto é, até que ponto o parlamento é de fato o “principal”. Na verdade, o próprio Congresso é um agente do principal, que é o povo.

A idéia de contratos ótimos é, portanto, mais uma tentativa de aperfeiçoar a idéia de que é necessário reduzir o viés inflacionário, onde ele estiver, seja no elevado grau de rotatividade dos dirigentes do BC, seja no baixo grau de conservadorismo do presidente da Autoridade Monetária ou na ausência de custos privados por parte do banqueiro central quando este se desviasse da meta. Mas o pano de fundo continua sendo o mesmo: a presença do viés inflacionário da política monetária e a possibilidade da IBC significar uma inflação menor no futuro. Veremos no próximo capítulo a evidência empírica internacional tanto para países desenvolvidos, quando para países em desenvolvimento.

---

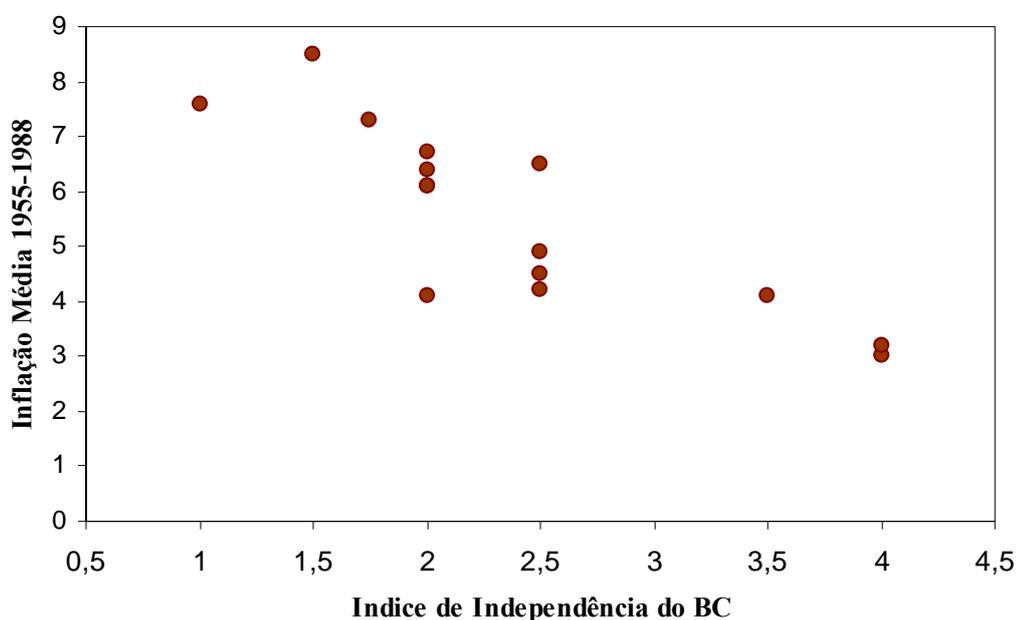
<sup>4</sup> Além disso, o que constringe ainda mais o argumento de Walsh é o fato apontado por Blinder que geralmente, mesmo que tenha sido demitido, geralmente o novo salário recebido no setor privado é maior que o anterior no Banco Central.

### CAPÍTULO III – A EVIDÊNCIA EMPÍRICA INTERNACIONAL DA RELAÇÃO ENTRE INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL E A INFLAÇÃO

O trabalho que Alesina & Summers (1993) realizaram foi, segundo palavras dos próprios autores, extremamente simples: plotaram várias medidas de performance econômica cobrindo todo o período de 1955 a 1988 contra medidas de independência do banco central.

A primeira análise se fez comparando o grau de independência dos bancos centrais com a taxa média de inflação de 16 países desenvolvidos no período 1955 a 1988.<sup>5</sup> Conforme o gráfico abaixo, um maior grau de independência do BC está relacionado a baixas taxas médias de inflação<sup>6</sup>.

**Gráfico 1- IBC vs Inflação**



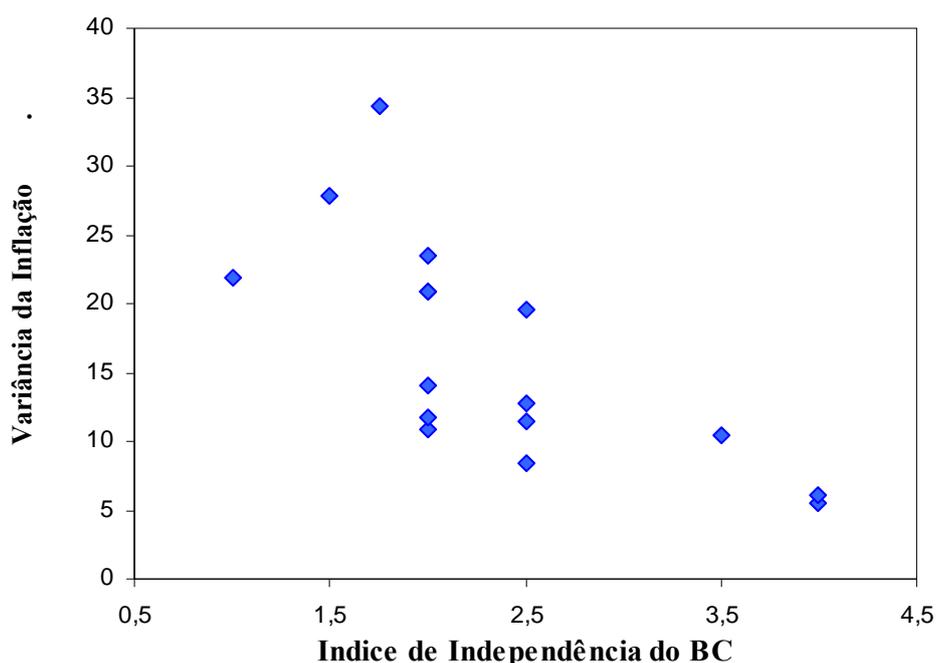
Fonte: Alesina & Summers (1993)

<sup>5</sup> Os países escolhidos foram: Espanha, Nova Zelândia, Austrália, Itália, França, Dinamarca, Bélgica, Noruega, Suécia, Canadá, Holanda, Japão, EUA, Alemanha e Suíça.

<sup>6</sup> Este gráfico não implica causalidade, mas apenas relaciona independência com inflação média.

Talvez tão importante quanto medir a correlação entre IBC e inflação é tentar inferir o quanto a variância da inflação está negativamente correlacionada com a independência. Como vemos no gráfico abaixo, além de estar relacionada com menor inflação média, países com bancos centrais mais independentes tendem a ter menor variância em suas taxas de inflação, o que reduz a incerteza inflacionária.

**Gráfico 2- IBC vs Variância da Inflação**



Fonte: Alesina & Summers (1993)

Além de medir a relação entre IBC e inflação, os autores também estimaram os possíveis impactos da IBC em outras variáveis como taxa real de juros, crescimento econômico e desemprego.

Concluíram que os efeitos de uma maior independência do BC em variáveis macroeconômicas são positivos quando se trata de inflação e neutros quanto às demais variáveis, o que reforça a tese de que conceder maior autonomia à autoridade monetária, além de não exacerbar os ciclos econômicos, melhora a performance em termos de estabilização do nível geral de preços. Chama atenção o fato de que os autores utilizaram medidas de IBC apenas dos países desenvolvidos e, portanto, seus resultados limitam-se àquele grupo de países.

A questão de como é medida a independência do banco central é de fundamental importância neste tipo de análise. Isto porque, quanto mais robusta é essa medida, maior é a confiança em resultados como os acima mencionados. Bade & Parkin (1982) construíram um índice de escala (1-4) de independência política (BP). Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991) formularam um índice que reflete tanto a independência política, quanto a “independência econômica”, sendo esta última definida como a impossibilidade do banco central financiar déficits do governo (GMT). Nos gráficos acima, Alesina & Summers (1993), utilizaram um índice de IBC que é uma média dos dois primeiros (BP e GMT).

Uma tentativa de medir o grau de independência dos bancos centrais tanto de países desenvolvidos quanto de países em desenvolvimento foi feita por Cuckierman (1992), através da elaboração de um ranking a partir de um índice de independência legal. A classificação é feita com base na pontuação das respostas a um questionário com as seguintes divisões<sup>7</sup>:

- a) Mandato legal do Presidente: nomeação, demissão, duração do mandato, possibilidade de demissão;
- b) Atribuição institucional para formulação de política monetária, processo de resolução de conflitos, participação do banco central na elaboração do orçamento governamental;
- c) Objetivos do BC, importância da estabilidade de preços em comparação com outros objetivos (nível de emprego, estabilidade do sistema financeiro);
- d) Rigor e universalidade das restrições ao financiamento do governo: permitido ou não permitido, quem decide sobre o financiamento, limites, quem pode ser financiado pelo BC, pisos tetos para juros, limitação para financiamento no mercado primário.

Assim, o autor classificou os bancos centrais de 68 países (tabela y), de acordo com o grau de independência apurado pela aplicação do questionário. Tal ranking coloca o Brasil em 51º lugar, com um índice de 0,26, abaixo de Gana (0,28), por exemplo. Ocorre que este índice foi calculado com base na performance econômica e institucional

---

<sup>7</sup> Divisão baseada no critério do DEPEC- BACEN (1997). Questionário completo em tabela anexa.

dos países nos anos 80. Tal fato explica em boa medida o fato do Brasil ter classificação tão medíocre: os anos 80 ficaram conhecidos como a “década perdida”. Aliás, nosso posicionamento no ranking é revelador de algo mais: não deve ser coincidência o fato de que, dentre outros fatores, a ausência de autonomia do BC (ou a inexistência de um BC no sentido moderno) certamente está entre as causas da nossa experiência hiperinflacionária.

Por trás dos números e dos índices, todavia, há uma saga institucional cujo início é difícil precisar, mas que traduz o longo caminho percorrido até que se figurasse nas paisagens brasileiras um banco central com funções majoritariamente de guardião da moeda. Esse caminho será percorrido no próximo capítulo.

## CAPÍTULO IV - A EVOLUÇÃO INSTITUCIONAL DA AUTORIDADE MONETÁRIA NO BRASIL AO LONGO DO SÉCULO XX.

Para fins deste trabalho, divide-se a evolução institucional da autoridade monetária no Brasil entre Pré-História (1808 a 1945) e História (1945 a 1999). A escolha se deu baseado em Saddi (1997) e em Verçosa (2005), para quem não se pode falar em autoridade monetária antes de 1945.

### IV.1 – Pré-história

O Banco do Brasil é freqüentemente apontado como antecessor do Banco Central e, portanto, como primeira autoridade monetária brasileira. Deve-se salientar, no entanto, que “o Banco do Brasil nasce e permanece no tempo com o inegável objetivo de ser o embrião de uma autoridade monetária e financiar o governo. Suprir o Real Erário com numerário e financiar suas altas despesas foi a razão principal para constituir um banco estatal”<sup>8</sup>.

Pode-se dizer, portanto, que o Banco do Brasil de 1808 é o *Bancus Australopithecus* do atual Banco Central: no que se assemelha, não é relevante; no que se distingue, é fundamental.<sup>9</sup>

O primeiro Banco do Brasil sobreviveu apenas 13 anos, indo à bancarrota em 1821, com o retorno da família real à Portugal e, junto com ela, as reservas em ouro do banco. O segundo Banco do Brasil, criado pela lei nº 59, de 8 de outubro de 1833 não chegou a existir. Criado de acordo com os moldes do Banco da Inglaterra, sua fundação previa a emissão de ações da instituição ao público. Foi extinto em 1839.<sup>10</sup> Portanto, uma instituição que não gozava de credibilidade não poderia atuar como autoridade monetária, ainda que formalmente emitisse moeda e fosse criada por lei.

---

<sup>8</sup> Saddi, J “O Poder e o Cofre: repensando o Banco Central” São Paulo, Ed Texto Novo, 1997. pp171

<sup>9</sup> Segundo Bronowski (1973), “o *Australopithecus Robustus* é semelhante ao homem moderno e sua linhagem termina aí. Simplesmente extinguiu-se”

<sup>10</sup> Magalhães, A. “Os bancos centrais e sua função reguladora da moeda e do crédito” A Casa do Livro, 1971.pp119.

Se alguma disciplina monetária houve nesse período, esta se dava por via indireta, através dos efeitos monetários decorrentes da vigência do padrão ouro. Mesmo assim, tais efeitos eram mitigados por uma guerra de trincheiras ideológicas entre metalistas e papelistas.<sup>11</sup>

## IV.2 – História

A proclamação da República trouxe novo alento ao tema da criação de um banco central no Brasil<sup>12</sup>, mas as ondas modernizadoras chocaram-se com o conturbado período político que vai de 1930 a 1945. Segundo Saddi (1997), “com a exoneração de Whitacker em 1931, foram postos de lado os esforços para a criação do BC”. Outra tentativa em 1937 foi abortada pelo golpe de estado de Getúlio Vargas.

Portanto, a saga institucional para a criação de um banco central no Brasil se inicia com a criação da SUMOC – Superintendência da Moeda e do Crédito, através do Decreto-Lei nº 7.293 de 02 de fevereiro de 1945, extinguindo as atribuições concorrentes que competiam à Carteira de Câmbio e Redesconto e à Caixa de Mobilização e Fiscalização do Banco do Brasil.

O Decreto-Lei de criação da Sumoc foi baseado na proposta de Octávio Gouvêa de Bulhões, tendo como motivações:

- a) as modificações ocorridas na atividade econômica ao término da Segunda Guerra Mundial, que exigiam maior controle do sistema cambial;
- b) a Conferência de Bretton Woods, que exigia maior disciplina dos sistemas cambiais dos vários países;

---

<sup>11</sup> Tais discussões se desdobravam em “pluralidade” ou “centralidade” emissora, devido às enormes dimensões geográficas do país.

<sup>12</sup> Tal alento, no entanto, era relativo: com o fim da escravidão e a enorme transformação de trabalhadores escravos em assalariados, a questão relevante era a ampliação dos meios de pagamentos para fazer face aos novos tempos.

- c) a necessidade de reorganizar os sistemas creditício e monetário nacionais, combater a inflação, controlar os meios de pagamento e aumentar a cooperação entre as autoridades monetárias e as autoridades fiscais.

Dois fatos chamam a atenção. O primeiro deles é a não criação do banco central, preferindo-se criar uma superintendência, ainda que o artigo 1º dissesse claramente que o objetivo precípuo da SUMOC era “preparar a organização do banco central”. O segundo fato diz respeito à falta de autonomia: embora fosse reconhecida a necessidade da criação de um banco central, o Banco do Brasil permanecia de fato investido das funções de autoridade monetária, dividindo com a Sumoc as prerrogativas clássicas atribuíveis a um banco central.

Quatro organismos passaram a exercer as funções de regulação do sistema financeiro e de autoridade monetária:

1. Conselho Superior da Sumoc – tinha a responsabilidade de supervisionar e coordenar as políticas monetária, creditícia, cambial e bancária.
  - a. Composição: Ministro da Fazenda (Presidente), 3 diretores do Banco do Brasil e 1 Diretor Executivo da Sumoc
2. Superintendência da Moeda e do Crédito – SUMOC – tinha as seguintes atribuições:
  - i. Requerer emissão de papel-moeda ao Tesouro Nacional;
  - ii. Fixar as taxas de juros sobre depósitos bancários, descontos (ligados a linhas de fomento) e assistência financeira à liquidez (desconto clássico);
  - iii. Fixar as percentagens dos depósitos compulsórios;
  - iv. Comprar e vender títulos públicos;

- v. Autorizar a compra e venda de ouro e de cambiais;
- vi. Fiscalizar as instituições financeiras;
- vii. Receber com exclusividade os depósitos dos bancos;
- viii. Autorizar o funcionamento das instituições financeiras;
- ix. Representar o país junto a organismos internacionais.

3. Banco do Brasil – executor das decisões do Conselho da Sumoc:

- i. Agente financeiro do Tesouro, recolhendo impostos e fornecendo crédito;
- ii. Supridor de numerário para as agências bancárias;
- iii. Operador da Câmara de Compensação;
- iv. Administrador das carteiras de Redesconto e de Câmbio;
- v. Banco de crédito agrícola, comercial e industrial, alocando oferta de crédito ao setor privado.

4. Tesouro Nacional - com poder emissor, supria de papel moeda a Carteira de Redesconto e a Caixa de Mobilização Bancária do Banco do Brasil.

Alguns aspectos da criação da SUMOC revelam a total dependência desta ao Banco do Brasil e deste ao governo. A questão da não-criação de um banco central no Brasil já em 1945 pode ser vistas de vários ângulos, dentre os quais certamente está a resistência do Banco do Brasil em deixar de ser o banqueiro do governo, banco dos bancos, agência de fomento e fornecedor de crédito ao setor privado. Todavia, muito maiores do que as resistências do Banco eram as do setor privado nacional, que via na emissão de moeda e na ampliação do crédito o motor do desenvolvimento: atitudes como as de Ulisses, de se amarrar ao mastro do barco para não atender ao canto das sereias, era vista como ortodoxia imperialista para impedir o crescimento e perpetuar o subdesenvolvimento. Em suma, crescer era emitir.

Foi com o advento da lei nº 4.595 de 31 de dezembro de 1964, chamada Lei da Reforma Bancária, surgida no bojo do PAEG – Plano de Ação Econômica do Governo, que modificou-se o sistema de controle da política monetária no Brasil. Dentre outras reformulações, destacam-se:

1. Extinção do Conselho da Sumoc e a criação do Conselho Monetário Nacional-CMN, composto inicialmente pelos: Ministro da Fazenda (Presidente), do Planejamento (Vice), da Agricultura, Indústria e Comércio Exterior, pelo Presidente do Banco do Brasil e do BNDES, por 6 membros com mandato fixo até seis anos, dentre os quais eram escolhidos os cinco diretores do Banco Central;
2. A Sumoc foi transformada em uma autarquia: o Banco Central do Brasil, que passou a receber as seguintes funções:
  - i. Receber os depósitos compulsórios;
  - ii. Monopólio da emissão de moeda;
  - iii. Elaborar, junto com o BB, o orçamento monetário, que discriminava as contas consolidadas das autoridades monetárias e dos bancos comerciais em determinado período;
  - iv. Controlar as operações do mercado de capitais (transferida à CVM em 1976).

Em 1965 foi criada a conta movimento do Banco do Brasil, que registrava as operações realizadas nas condições de agente financeiro do Banco Central. Essa conta passou gradativamente a ser utilizada como fonte de suprimento automático do Banco do Brasil, viabilizando a política de crédito oficial e outras operações do Governo Federal, sem o prévio provisionamento de recursos.

A lei 4595/64 representou um avanço institucional no sentido de criar uma autoridade monetária com atribuições específicas da mesma. Mas, se o Decreto-Lei

7.293/45 atrasou a modernização (ou mesmo a criação) de uma autoridade monetária ao fazer com que o diretor executivo da Sumoc fosse voto vencido em qualquer discussão que visasse evoluir para a criação de um banco central, a lei 4595/64 ampliou a composição do CMN, trazendo para dentro do órgão disciplinador do crédito e da emissão membros que deveriam ser regulados, como o BNDES e o Banco do Brasil. Além disso, com a criação da “Conta Movimento”, o BC ficava obrigado a suprir qualquer descasamento patrimonial do Banco do Brasil, o que significava dizer, emitir sem controle.

Não havia, portanto, como se falar em Banco Central no sentido moderno (muito menos em autonomia ou independência) sem que fossem resolvidos esses dois gargalos institucionais.

O primeiro deles foi sanado em 1986, com o fim da conta movimento. O segundo, precisou esperar 9 anos.

Foi a lei nº 9.069 de 29 de junho de 1995, criadora do Plano Real que modificou a composição do Conselho Monetário Nacional, que passou a ser integrado por apenas 3 membros: o Ministro da Fazenda (Presidente), o Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e o Presidente do Banco Central. Para dar suporte ao CMN, foi criada a Comoc – Comissão Técnica da Moeda e do Crédito, composta pelo Presidente e quatro diretores do Banco central; pelo Presidente da Comissão de Valores Mobiliários e pelos Secretários-Executivos dos ministérios do Planejamento e Fazenda, bem como pelo Secretário do Tesouro Nacional e pelo Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda. A Comoc tem as seguintes atribuições:

- a) Propor regulamentação das matérias tratadas na Lei 9069 de 29 de junho de 1995;
- b) Manifestar-se, previamente, sobre as matérias de competência do CMN, especialmente as definidas na Lei 4595/64;
- c) Outras atribuições que lhe forem conferidas pelo CMN.

Assim, os dois gargalos institucionais foram sanados, sendo o atual CMN mais enxuto que o anterior e sem as distorções de composição com conflitos de interesse que figuravam da composição anterior.

## CAPÍTULO V – O ÍNDICE DE INDEPENDÊNCIA DE CUCKIERMAN APLICADO AO BRASIL – O PROGRESSO DOS ANOS 90

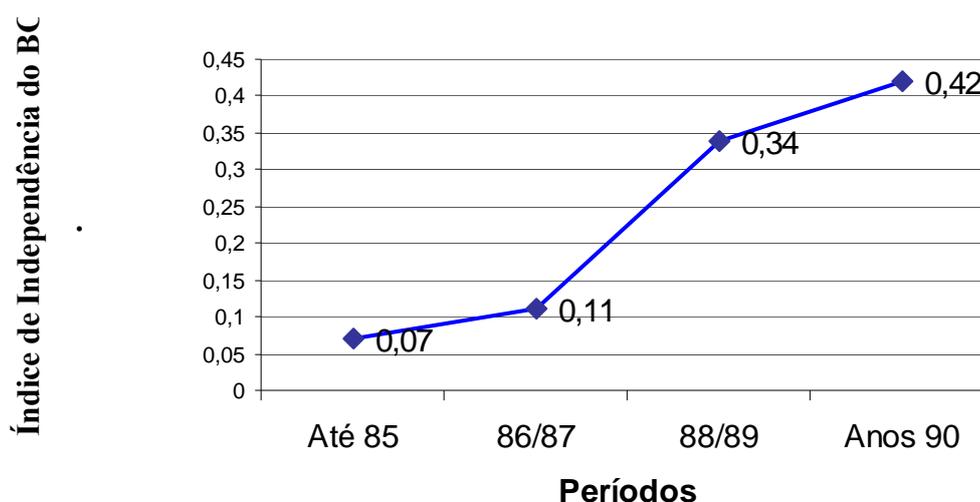
Como visto de forma qualitativa no capítulo anterior, o Brasil evoluiu nos últimos anos em relação ao estabelecimento de uma autoridade monetária moderna. Neste capítulo utilizaremos o índice de Cuckierman para medir o grau de independência do BCB, bem como mostrar a sua evolução ao longo dos últimos anos.

Segundo o índice de Cuckierman, feito para 68 países utilizando dados de 1950 a 1989, o Brasil figurava em 51º lugar nos anos 80, com um índice de 0,26 (ver Tabela 1).

O Banco Central do Brasil tentou calcular o seu ganho de autonomia nos últimos anos, subdividindo a década de 80 em períodos: de 1980 a 1985, de 1986 a 1987 e de 1988 a 1989. Visando captar as mudanças decorrentes do plano real, estimou o grau de autonomia em 1998 como *proxy* dos anos 90<sup>13</sup>.

Como vemos no gráfico abaixo, o grau de autonomia do Banco Central era quase nenhum até 1985, apresentando pequena melhora em 86/87, substancial melhora no final dos anos 80 e nos anos 90.

**Gráfico 3- Evolução do Grau de Autonomia no Brasil**



<sup>13</sup> DEPEC – BACEN “Autonomia dos Bancos Centrais: Considerações sobre o Caso Brasileiro” Departamento Econômico, Banco Central do Brasil, Brasília (1997)

O ganho de autonomia no período pode ser creditado a mudanças substanciais no arcabouço institucional, quais sejam:

- a) Extinção da Conta Movimento do Banco do Brasil em 1986;
- b) Promulgação da Constituição de 1988;
- c) Criação do Comitê de Política Monetária em 1996.

Como visto no capítulo anterior, o Banco do Brasil dividia com o Banco Central a condição de autoridade monetária, uma vez que realizava a política de crédito oficial e outras operações do Governo Federal via Conta Movimento, que se constituía uma supridora automática de recursos ao Banco do Brasil. Em 1986, extinta a Conta Movimento, se ganha muito em termos autonomia, uma vez que se pode começar a executar uma política monetária com diretrizes e coordenação melhor definidas pelo BCB. Vale ressaltar a separação financeira entre o Banco Central e o Tesouro Nacional em 1987, tornando mais explícita para os agentes econômicos a separação entre autoridade monetária e autoridade fiscal.

O segundo marco institucional do período foi a promulgação da Constituição de 1988, que dentre outras mudanças:

- a) Proibiu o BC de financiar direta ou indiretamente o Tesouro Nacional (art.64, §1º);
- b) Instituiu a aprovação prévia por parte do Senado das nomeações para a Diretoria Colegiada do Banco Central (art.52, III, d)<sup>14</sup>.

Estas modificações no arranjo institucional, em que pese o fato de que sem elas não se poderia sequer se falar em autoridade monetária, melhoraram consideravelmente o indicador de autonomia do gráfico 3. Porém, foi a criação do Comitê de Política Monetária (COPOM) que se traduziu em real ganho de autonomia. Isto porque dotou o processo de estabelecer diretrizes para a política monetária de maior rigor e transparência. Não por acaso, ao adotar o Sistema de Metas para Inflação em 1999, o

---

<sup>14</sup> Segundo Verçosa (2005), tal medida tem efeito apenas homologatório, dado que tanto o Presidente quanto os demais diretores do Banco Central são demissíveis *ad nutum* pelo Presidente da República

ritual de estabelecimento das taxas de juros já estava dado, sendo a transição para tal sistema bastante facilitada, o que sem dúvida explica parte do seu sucesso.

Vale destacar que, de acordo com a tabela 3 abaixo, ganhos futuros em termos de autonomia no Brasil podem ser conseguidos com:

1. Dando mandatos fixos em anos para a diretoria do BC (até 0,1 ponto na média);
2. Quando a demissão do residente do BC for exclusivamente por critérios não-políticos (até 0,1 na média);
3. Quando a estabilidade de preços for estabelecida em lei como principal objetivo a ser buscado pelo BC (até 0,06 na média).

Assim, projetos de reforma da estrutura da autoridade monetária que contemplassem esses três tópicos aumentariam o grau de autonomia do BC de 0,42 para 0,68, o que nos daria a mesma posição da Suíça no ranking de 1980 da tabela 1.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO

Segundo Loyola (2003), “é sabido que a autonomia do BC é um tema particularmente sensível para os investidores estrangeiros que prezam muito os avanços institucionais. Os investidores domésticos podem até relevar a inexistência de autonomia formal do BC, em favor de uma autonomia de fato que se evidencia no dia-a-dia da política monetária. Os estrangeiros, contudo, poderão ter uma leitura muito negativa, caso fique patente a dificuldade do governo encaminhar essa questão em sua base de apoio”.

A literatura é farta em constatar a existência do viés inflacionário e apontar mecanismos para minimizá-lo, dentre os quais destaca-se a independência do banco central. A evidência empírica sinaliza para o fato de que maior grau de independência, *ceteris paribus*, reduz não apenas a taxa média de inflação como também a sua variância. A história do Brasil é teimosamente avessa à disciplina monetária, seja por questões corporativas, políticas ou ideológicas. Os avanços dos anos 80 podem ser lidos não como ampliação do grau de autonomia de uma autoridade monetária moderna pré-existente, mas como a criação mesmo de um Banco Central tal como existe em vários países capitalistas no mundo.

O Plano Real dotou o país de uma moeda cuja estabilidade está baseada na vigilância permanente do seu guardião, o Banco Central. Dotá-lo de autonomia legal determinando em lei a sua precípua função de manter a estabilidade de preços, fixando mandato fixo à sua diretoria e blindando-a dos humores pusilânimes dos políticos pode melhorar em muito o IBC de Cuckierman. Pode, ainda mais, melhorar a percepção de risco para os investidores estrangeiros e aumentar o investimento e o crescimento econômico. Mas, o mais importante, pode afastar em definitivo o fantasma da volta da hiperinflação no Brasil e garantir às camadas mais pobres da população brasileira, que mais sofrem com a perda do valor da moeda por não estarem integradas ao sistema financeiro, que não se fará distribuição de renda às avessas através da emissão de moeda.

**Tabela 1- Índice de Cuckierman – Anos 80**

| Independência Legal - Índice de Cuckierman - Anos 80 |            |        |         |               |             |
|--|------------|--------|---------|---------------|-------------|
| posição  | País       | Índice | posição | País          | Índice      |
| 1°   | Suíça      | 0,68   | 35°     | Índia         | 0,33        |
| 2°   | Alemanha   | 0,66   | 36°     | Indonésia     | 0,32        |
| 3°   | Áustria    | 0,58   | 37°     | Reino Unido   | 0,31        |
| 4°   | Egito      | 0,53   | 38°     | Zâmbia        | 0,31        |
| 5°   | Grécia     | 0,51   | 39°     | Austrália     | 0,31        |
| 6°   | EUA        | 0,51   | 40°     | África do Sul | 0,3         |
| 7°   | Chile      | 0,49   | 41°     | China         | 0,29        |
| 8°   | Tanzânia   | 0,48   | 42°     | Romênia       | 0,29        |
| 9°   | Etiópia    | 0,47   | 43°     | Gana          | 0,28        |
| 10°  | Dinamarca  | 0,47   | 44°     | França        | 0,28        |
| 11°  | Canadá     | 0,46   | 45°     | Samoa         | 0,28        |
| 12°  | Bahamas    | 0,45   | 46°     | Suécia        | 0,27        |
| 13°  | Malta      | 0,45   | 47°     | Cingapura     | 0,27        |
| 14°  | Quênia     | 0,44   | 48°     | Finlândia     | 0,27        |
| 15°  | Argentina  | 0,44   | 49°     | Nova Zelândia | 0,27        |
| 16°  | Turquia    | 0,44   | 50°     | Tailândia     | 0,26        |
| 17°  | Peru       | 0,43   | 51°     | <b>Brasil</b> | <b>0,26</b> |
| 18°  | Israel     | 0,42   | 52°     | Nepal         | 0,25        |
| 19°  | Costa Rica | 0,42   | 53°     | Bolívia       | 0,25        |
| 20°  | Holanda    | 0,42   | 54°     | Hungria       | 0,24        |
| 21°  | Filipinas  | 0,42   | 55°     | Zimbábue      | 0,23        |
| 22°  | Nicarágua  | 0,42   | 56°     | Coréia do Sul | 0,23        |
| 23°  | Honduras   | 0,41   | 57°     | Itália        | 0,22        |
| 24°  | Zaire      | 0,41   | 58°     | Uruguai       | 0,22        |
| 25°  | Barbados   | 0,40   | 59°     | Espanha       | 0,21        |
| 26°  | Irlanda    | 0,39   | 60°     | Paquistão     | 0,19        |
| 27°  | Venezuela  | 0,37   | 61°     | Bélgica       | 0,19        |
| 28°  | Uganda     | 0,37   | 62°     | Qatar         | 0,18        |
| 29°  | Luxemburgo | 0,37   | 63°     | Marrocos      | 0,16        |
| 30°  | Botswana   | 0,36   | 64°     | Japão         | 0,16        |
| 31°  | Islândia   | 0,36   | 65°     | Panamá        | 0,16        |
| 32°  | México     | 0,36   | 66°     | Noruega       | 0,14        |
| 33°  | Malásia    | 0,34   | 67°     | Iugoslávia    | 0,13        |
| 34°  | Nigéria    | 0,33   | 68°     | Polônia       | 0,10        |

Tabela 2- O Questionário de Cuckierman aplicado ao Brasil

| Grupo  | Variáveis  | Graus de Independência e seu Significado                         | Nota | Anos 90 |
|--|--|--|------|---------|
| Presidente do BC   | 1. Mandato fixo em anos                                  | maior ou igual a 8   | 1    | 0       |
|  |  | entre 6 e 8  | 0,75 |         |
|  |  | 5  | 0,5  |         |
|  |  | 4  | 0,25 |         |
| Presidente do BC   | 2. Nomeação do presidente do BC                          | menor que 4  | 0    | 0       |
|  |  | Cúpula do BC   | 1    |         |
|  |  | Conselho de membros do Executivo, Legislativo e Cúpula do BC     | 0,75 |         |
|  |  | Poder Legislativo  | 0,5  |         |
| Presidente do BC   | 3. Demissão do Presidente do BC                          | Poder Executivo  | 0,25 | 0       |
|  |  | Um ou dois membros do Executivo                                  | 0    |         |
|  |  | Sem previsão   | 1    |         |
|  |  | Prevista exclusivamente por motivação não política               | 0,83 |         |
|  |  | Possível, a critério da cúpula do BC                             | 0,67 |         |
|  |  | Possível, por motivação política, pelo Legislativo               | 0,5  |         |
| Presidente do BC   | 4. Exercício simultâneo de outros cargos                 | A critério do Legislativo  | 0,33 | 0       |
|  |  | Por motivação política pelo Executivo                            | 0,17 |         |
|  |  | A critério do Executivo  | 0    |         |
|  |  | Proibido por lei   | 1    |         |
| Formulação de Políticas  | 5. Formulador da Política Monetária                      | Autorizável pelo Executivo                                       | 0,5  | 1       |
|  |  | Sem especificação em lei   | 0    |         |
|  |  | BC, exclusivamente   | 1    |         |
|  |  | BC e governo   | 0,66 |         |
|  | 6. Diretrizes Governamentais e resolução de Conflitos    | BC assessora a formulação  | 0,33 | 0,2     |
|  |  | Governo, exclusivamente  | 0    |         |
|  |  | Autoridade final do BC, conforme lei                             | 1    |         |
| 7. Participação ativa do BC na Elaboração do orçamento federal | Governo, desde que respeite a lei quanto ao BC           | 0,8  | 0    |         |
|  | Conselho de membros do BC, Legislativo e Executivo       | 0,6  |      |         |
|  | Autoridade final do Legislativo                          | 0,4  |      |         |
| Objetivos do BC  | 8. Prioridade estabelecida para a estabilidade de preços | Autoridade final do Executivo, negociando com BC                 | 0,2  | 0,4     |
|  |  | Autoridade final incondicional do Executivo                      | 0    |         |
|  |  | Sim  | 1    |         |
|  |  | Não  | 0    |         |
|  |  | Estabelecida em lei, com BC autônomo para usar instrumentos      | 1    |         |
|  |  | Estabilidade de preços mencionada como principal objetivo        | 0,8  |         |
| Limitações para Empréstimos                                    | 9. Adiantamento ao Governo                               | Estabilidade de preços + outros objetivos não-conflitantes       | 0,6  | 1       |
|  |  | Estabilidade de preços + outros objetivos inclusive conflitantes | 0,4  |         |
|  |  | Não há objetivos para o BC                                       | 0,2  |         |
|  |  | Entre os objetivos do BC não consta a estabilidade de preços     | 0    |         |
|  | 10. Empr. Securitizados                                  | Proibido   | 1    | 1       |
|  |  | Permitido com restrições   | 0,66 |         |
|  | 11. Determinação dos limites                             | Permitido com restrições com margem de acomodação                | 0,33 | na      |
|  |  | Sem limites legais definidos, sujeito a negociações com BC       | 0    |         |
|  |  | BC determina prazos e condições                                  | 1    |         |
|  |  | Definido por lei ou pelo BC                                      | 0,66 |         |
|  | 12. Tomadores  | Sujeito a negociações com Executivo                              | 0,33 | na      |
|  |  | Exclusivamente pelo Executivo                                    | 0    |         |
|  |  | Exclusivamente Governo Federal                                   | 1    |         |
|  |  | Federal, estadual e municipal                                    | 0,66 |         |
|  | 13. Tipos de limite, caso existam                        | Todas as esferas de governo + estatais                           | 0,33 | na      |
|  |  | Todos os anteriores + setor privado                              | 0    |         |
| Limite especificado como o montante absoluto                   |  | 1  |      |         |
| 14. Prazos   | Especificado como % do capital ou do passivo do BC       | 0,66   | na   |         |
|  | Especificado como % das receitas governamentais          | 0,33   |      |         |
|  | Especificado como % das despesas governamentais          | 0  |      |         |
|  | Máximo de 6 meses  | 1  |      |         |
| 15. Taxa de Juros  | Máximo de 1 ano  | 0,66   | na   |         |
|  | Mais de 1 ano  | 0,33   |      |         |
|  | Sem teto   | 0  |      |         |
|  | Taxa de mercado  | 1  |      |         |
|  | Piso definido  | 0,75   |      |         |
| 16. Empréstimo no mercado primário                             | Teto definido  | 0,5  | 1    |         |
|  | Sem definição legal                                      | 0,25   |      |         |
|  | Sem taxa de juros  | 0  |      |         |
|  | Proibida a compra pelo BC de títulos no mercado primário | 1  |      |         |
| MÉDIA  |  |  |      | 0,42    |

## BIBLIOGRAFIA

- Abreu, Marcelo Paiva (org), “A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana” - Rio de Janeiro: Editora Campus, 1990.
- Alesina, A. and Lawrence H. Summers, “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 25 (1993), pp.151-162
- Alesina, A. and Roberta Gatti, “Independent Central Banks: Low inflation at No Cost?” *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 85 (1995), pp.196-200
- Banco Central do Brasil “Bancos Centrais e o Sistema Financeiro”, Fundação Carlos Chagas, Brasília (2006), pp148-152
- Blinder, Alan S. – “Bancos Centrais: Teoria e Prática”
- Bronowski, J. “A Escalada do Homem” Editora Martins Fontes, (1979) pp.38
- Cukierman, A., Webb, S., Neyapti, B. “Measuring the Independence of Central Banks and its Effects on Policy Outcomes”. *World Bank Economic Review*, vol.6, September (1992): pp.353-398
- Cukierman, A. “Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence. Cambridge, Mass: The MIT Press, 1992.
- Cukierman, Alex . “A economia do Banco Central”. *Revista Brasileira de Economia – FGV Out/Dez* (1996).
- DEPEC-BACEN “Autonomia dos bancos centrais: considerações sobre o caso brasileiro”, Departamento Econômico, Banco Central do Brasil, Brasília, (1997)
- Eijffinger, Syvester C. W. e Haan, Jacob. “The Political Economy of Central Bank Independence. *Special Paper in International Economics* nr. 19 May (1996)
- Franco, Gustavo H. B. “O Desafio Brasileiro: Ensaio sobre Desenvolvimento, Globalização e Moeda” – São Paulo: Editora 34, (1999)
- Fisher, Stanley, “Central Bank Independence Revisited”, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 85 (1995), pp.201-206
- Kydland, Finn E., and Edward C. Prescott, “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans,” *Journal of Political Economy*, 85 (1977), pp. 473-491.
- Loyola, G. “Artigo 192 – hesitações repercutem nas expectativas” em *O Estado de São Paulo*, edição de 30 de março de 2003.

Magalhães, Augusto F. R. “Os Bancos Centrais e sua Função Reguladora da Moeda e do Crédito,” A Casa do Livro – Rio de Janeiro: (1971)

Saddi, J. “O Poder e o Cofre: repensando o Banco Central” São Paulo, Ed Texto Novo, 1997. pp.171

#### **Sites da Web Consultados**

[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)

[www.senado.gov.br](http://www.senado.gov.br)

[www.stf.gov.br](http://www.stf.gov.br)

[www.saddi.com.br](http://www.saddi.com.br)

[www.gfranco.com.br](http://www.gfranco.com.br)

[www.estadao.com.br](http://www.estadao.com.br)

[www.valoronline.com.br](http://www.valoronline.com.br)