

Davi Barbosa

**O conceito de independência de bancos centrais
e a questão da autonomia do Banco Central do
Brasil**

Brasília

2020

Davi Barbosa

O conceito de independência de bancos centrais e a questão da autonomia do Banco Central do Brasil

Monografia apresentada ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília (UnB) como parte dos requisitos à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas

Universidade de Brasília – UnB

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas –
FACE

Departamento de Economia

Orientadora: Daniela Freddo

Brasília

2020

Davi Barbosa

O conceito de independência de bancos centrais e a questão da autonomia do Banco Central do Brasil/ Davi Barbosa. – Brasília, 2020-
41p. : il.; 30 cm.

Orientadora: Daniela Freddo

Monografia (Graduação – Ciências Econômicas) – Universidade de Brasília – UnB
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas
Públicas – FACE

Departamento de Economia, 2020.

1. Independência do Banco Central. 2. Moeda. I. Freddo, Daniela. II. Universidade de Brasília. III. Faculdade de Economia. IV. O conceito de independência de bancos centrais e a questão da autonomia do Banco Central do Brasil

Davi Barbosa

O conceito de independência de bancos centrais e a questão da autonomia do Banco Central do Brasil

Monografia apresentada ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília (UnB) como parte dos requisitos à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas

Trabalho aprovado. Brasília, 15 de abril de 2020:

Daniela Freddo
Orientadora

Andrea Cabello
Examinadora

Brasília
2020

Agradecimentos

Agradeço, primeiramente, aos professores do Departamento de Economia da Universidade de Brasília por sua dedicação diária às ciências econômicas e ao ensino e a todos os colegas de universidade. Agradeço a todos os amigos, pela companhia e pelas conversas, ambas sempre vivificantes, que sempre ofereceram ao longo dos anos. Agradeço finalmente a meus pais, que me criaram com paciência e que sempre me dedicaram um amor que não pode ser repago.

*“Não vos amoldeis às estruturas deste mundo,
mas transformai-vos pela renovação da mente,
a fim de distinguir qual é a vontade de Deus:
o que é bom, o que Lhe é agradável, o que é perfeito.
(Bíblia Sagrada, Romanos 12, 2)*

Resumo

A questão da independência de bancos centrais tem sido uma seminal ao longo da história das ciências econômicas, à qual pesquisadores, praticantes e leigos têm retornado, de tempos em tempos, durante a história da disciplina. Esta monografia apresenta alguns artigos seminais tanto da literatura teórica quanto da literatura empírica relativos à independência de bancos centrais e examina a história recente do Banco Central do Brasil tendo em mente a questão da independência da autoridade monetária. Por fim, são feitas críticas a respeito das justificações atuais da noção de independência de bancos centrais e é sugerida uma distinção entre os conceitos de “autonomia” e “independência”.

Palavras-chave: Independência do Banco Central. Moeda.

Sumário

1	INTRODUÇÃO	8
2	A LITERATURA TEÓRICA E EMPÍRICA	9
2.1	As bases teóricas da independência	9
2.2	A literatura empírica da independência	13
3	O BANCO CENTRAL DO BRASIL	14
3.1	A criação do Banco Central do Brasil	14
3.2	O Banco Central descaracterizado	16
3.3	A reforma das finanças	20
4	A QUESTÃO DA AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL	23
4.1	Autonomia, independência e a literatura empírica	23
4.2	Possíveis motivos alternativos para a independência	27
4.3	O Banco Central deveria ser autônomo?	30
4.3.1	O Projeto de Lei Complementar nº 19 de 2019	30
4.3.2	O “quarto poder”	32
5	CONCLUSÃO	33
	REFERÊNCIAS	35
	APÊNDICES	38
	APÊNDICE A – DADOS	39

1 Introdução

A ideia de se delegar tanto a elaboração quanto a execução da política monetária a bancos centrais independentes como uma forma de “amarrar as mãos” do governo contra tentações que levariam a possíveis desvios de algum regime de política ótimo, protegendo assim a política monetária de pressões políticas cotidianas já é antiga. Uma sugestão neste sentido já pode ser encontrada em uma proposta de David Ricardo de transformação do departamento de emissão do Banco da Inglaterra em um banco de emissão controlado por uma diretoria independente, como forma de manter a conversibilidade do papel-moeda em ouro. Sugestões de que se estabelecessem bancos centrais independentes também foram feitas durante o período Entreguerras, visando à normalização da economia global após a Primeira Guerra Mundial e à estabilização de preços em países afetados pela inflação.

Os estudos que se seguiram à [Nordhaus \(1975\)](#), [Kydland e Prescott \(1977\)](#), [Barro e Gordon \(1983b\)](#) e [Rogoff \(1985\)](#), não partem no entanto desta literatura mais antiga, associada ao padrão-ouro. Ao contrário, pode-se dizer que a literatura contemporânea da independência de bancos centrais surge *ex novo* com a noção de ciclos político-econômicos sugerida por [Nordhaus \(1975\)](#). No entanto, a literatura segue também outra linha, construída em torno do dilema entre discricionariedade e regras, formalizado por [Kydland e Prescott \(1977\)](#) e [Barro e Gordon \(1983b\)](#).

Apresentaremos, além disso, a evolução do Banco Central do Brasil (BCB) desde a sua criação, em 1964, até o presente, prestando atenção nos relatos de personagens centrais na história do desenvolvimento do banco, como Octávio Gouvêa de Bulhões¹, Dênio Nogueira², Casimiro Ribeiro³ e Maílson da Nóbrega⁴. Em especial, observaremos as preocupações entre esses homens quanto à independência do BCB e de sua antecessora, a SUMOC, que precedem mesmo a publicação, entre as décadas de 1970 e 1990, de modelos formais tratando da independência de bancos centrais.

Por fim, discutiremos o que significam ou, melhor, o que podem significar os termos “independência” e “autonomia”, nos atendo a uma análise dos conceitos puros entendidos sob estas palavras mesmo segundo a sua aceção comum, que fundamenta – e tem de fundamentar, se os autores querem se fazer entender quando usam estes termos – o uso desses termos da literatura acadêmica, tomando uma posição crítica em relação à literatura presente. Talvez possa parecer confuso e vago ao leitor o que se refere por “independência” nas seções teóricas e de estudo de caso deste trabalho. Não convém, no entanto, distinguir

¹ Criador e superintendente da SUMOC, posteriormente ministro da Fazenda de 1964 a 1967.

² Diretor-executivo da SUMOC e primeiro presidente do Banco Central.

³ Funcionário de carreira no Banco do Brasil, SUMOC e Banco Central.

⁴ Funcionário de carreira no Banco do Brasil, posteriormente no Banco Central e ministro da Fazenda de 1988 a 1990.

desde já as noções de independência e autonomia, tarefa que será melhor executada na conclusão deste trabalho. Neste trabalho, as palavras “independência” e “autonomia” serão usadas para se referir tanto a um conceito quanto ao outro.

2 A literatura teórica e empírica

2.1 As bases teóricas da independência

A literatura teórica que trata da independência de bancos centrais segue duas linhas principais, partindo de publicações seminais. A primeira parte da ideia dos chamados ciclos político-econômicos, sugerida por [Nordhaus \(1975\)](#), ou de que ciclos eleitorais e de campanha tendem a causar ciclos econômicos em razão da manipulação política da política monetária. A segunda linha parte da ideia do problema de inconsistência intertemporal na elaboração e execução de políticas governamentais, sugerida por [Kydland e Prescott \(1977\)](#). É desta linha que surge o dilema, sugerido por [Barro e Gordon \(1983b\)](#), entre regras e discricionariedade na política monetária. É também esta linha que informa, por sua vez, a sugestão de [Rogoff \(1985\)](#) de que a política monetária seja delegada a bancos centrais independentes e de comportamento “conservador”.

Cabe notar, no entanto, que as sugestões de que a política monetária seja delegada a bancos centrais independentes surgem com [Rogoff \(1985\)](#). [Ricardo \(1824\)](#) já sugeria que fosse criado um “banco nacional” a partir da transformação do departamento de emissão do Banco da Inglaterra em uma instituição própria, a qual ficaria sob o controle de diretores “independentes”, irremovíveis exceto por voto do parlamento. [Kisch e Elkin \(1928\)](#), em um estudo comparativo dos estatutos de bancos centrais, sugeriam haver “perigos” associados à emissão de moeda por instituições controladas diretamente pelo governo, uma vez que o governo poderia passar a se financiar por meio de emissões, especialmente em devido à impopularidade de aumentos da carga tributária¹. O livro mencionado dificilmente será uma obra heterodoxa em relação às práticas da época² especialmente quanto à

¹ “There is further the danger that if the management of note issue is entrusted to the State itself, the Government may be tempted to adopt the simple method raising money that is offered by the power of printing notes. Taxation is never popular, and keeping the expenditure within bounds is not always easy” ([KISCH; ELKIN, 1928](#), p. 5).

² O prefácio da obra mencionada é de autoria de Sir Montagu Norman, governador do Banco da Inglaterra de 1920 a 1944, e traz agradecimentos às autoridades que “providenciaram cópias dos Atos e Estatutos Bancários e outras informações”. Traz também agradecimentos à Sir Otto Niemeyer, diretor do Banco da Inglaterra, especialista e autoridade internacional em finanças, que mais tarde viria ao Brasil em 1931 como chefe da missão que recebe seu nome.

independência de bancos centrais³.

Publicações contemporâneas seguindo Nordhaus (1975), Kydland e Prescott (1977), Barro e Gordon (1983b) e Rogoff (1985), passam, no entanto, a impressão de que a ideia de “independência” tenha surgido aí. De fato, esses artigos se conectam mais com a literatura dos fins do anos 1970 sobre política monetária do que com essas publicações mais antigas. O problema dominante na literatura da década de 1970 ainda era o da existência e da natureza da correlação negativa entre inflação e desemprego, apelada de “Curva de Phillips”⁴, e com a discussão teórica a respeito do papel das expectativas na elaboração de modelos e mesmo de políticas econômicas, discussão iniciada por Friedman (1968b) em seu questionamento a respeito das possibilidades da política monetária.

Para Friedman (1968b), Phillips havia falado da economia, em seu artigo de 1957, como se existisse uma possibilidade de trocas permanentes entre inflação e desemprego. Porém, segundo Friedman, a correlação negativa entre estas duas variáveis seria um fenômeno fundamentalmente de curto prazo e sugere duas razões para isso. Por um lado, existiria, em cada economia e para cada instante no tempo, uma taxa natural de desemprego, similar à taxa de juros natural wickselliana e determinada pelas características reais daquela economia. Por outro, uma expansão do estoque de moeda que fosse perfeitamente antecipada pelos agentes econômicos privados seria sempre neutra. Assim, a taxa de desemprego poderia ser pressionada para abaixo da taxa de desemprego natural através de uma expansão não antecipada do estoque de moeda, mas não poderia ser mantida neste nível exceto através da violação contínua das expectativas dos agentes e de uma aceleração contínua de inflação. Em razão deste último resultado, derivado também por Phelps (1967), esta família de modelos foi batizada de *aceleracionista*.

A proposição de Friedman (1968a) de que a inflação tenderia a se acelerar continuamente caso se tentasse explorar um *trade-off* permanente entre inflação e desemprego foi muito oportuna, dada a aceleração posterior da inflação no mundo inteiro que ocorreria na década de 1970. Friedman seria premiado com o Nobel em 1974, mas a popularidade do monetarismo e dos modelos aceleracionistas da inflação não passou da década de 1970, sendo logo substituídos pela nova economia clássica que vinha logo em seu enalço, com a chamada “revolução das expectativas racionais”. Mas esses modelos seriam importantes justamente ao trazer à tona a questão do papel das expectativas em economia e, as críticas feitas aos modelos aceleracionistas serviram como um primeiro passo na “revolução” que se seguiria. O comportamento de tais modelos poderia às vezes mudar radicalmente se fossem substituídas as expectativas adaptativas por expectativas racionais. Com expectativas

³ As conferências financeiras internacionais de Bruxelas (1920) e Gênova (1922) já recomendavam, como parte dos esforços voltados para a reconstrução e normalização das finanças de todos os países que se estabelecessem em todos os países bancos centrais independentes, que fossem proibidos os empréstimos dos bancos centrais ao tesouro e que fossem amortizadas as dívidas de todos os países.

⁴ Se bem que em um contexto diferente daquele dos inícios da década de 1960 e do início dos anos 1970. Como se verá, a literatura dos fins dos anos 1970 se dedicará a desconstruir a Curva de Phillips.

racionais, os modelos passavam a indicar que não deveríamos observar uma correlação negativa entre inflação e desemprego sequer no curto prazo e que uma política monetária previamente anunciada seria totalmente neutra (LUCAS, 1972). Seguidamente à essa redescoberta das expectativas racionais pelos economistas da década de 1970, ocorreria um verdadeiro boom de publicações derivando consequências similares dessa hipótese.

Após a crítica de Lucas (1976) de que políticas formuladas segundo as técnicas de controle ótimo, formuladas sem se considerar que os agentes privados são capazes de antecipar os efeitos das políticas anunciadas e alterar por isso seu comportamento, tenderiam sistematicamente ao fracasso devido à atenção excessiva ao comportamento passado dos agentes, Kydland e Prescott (1977) sugeriram que existiria um problema de inconsistência intertemporal na formulação e execução de políticas públicas tal que, mesmo se houvesse uma função de bem-estar social bem definida e se todos os agentes conhecessem perfeitamente as defasagens e o impacto de alguma política proposta, se os agentes podem antecipar que o governo não honrará anúncios passados, eles podem agir contrariamente à expectativa do governo implícita no anúncio, o que faria com que políticas socialmente desejáveis não fossem, quando estas respostas são contabilizadas, socialmente ótimas.

Pode ser socialmente desejável, por exemplo, que nenhuma moradia seja construída em áreas inundáveis ou áreas de encostas mas que, se tais construções já existem, sejam tomadas medidas para limitar os danos causados por enchentes a estas edificações. Então mesmo que o governo anuncie que não tomará tais medidas, visando dissuadir a população de edificar em tais áreas, na ausência de algum mecanismo institucional que realmente o impeça de as tomar *ex post*, os agentes privados poderiam, a despeito do anúncio, construir novas casas em áreas inundáveis com a expectativa que o poder público os socorrerá, contrariamente aos seus próprios anúncios.

Transpondo o problema para o *trade-off* entre inflação e desemprego, pode-se dizer que um plano de política monetária que buscasse escolher sempre a melhor combinação, no curto prazo, de inflação e desemprego levaria a taxas excessivas de inflação sem, no entanto, nenhuma redução nas taxas de desemprego se os agentes econômicos antecipam as tentativas futuras do governo de estimular a economia através da expansão monetária. Os agentes incorporariam o viés inflacionário da autoridade monetária na suas expectativas de inflação, levando a um aumento da taxa de inflação de equilíbrio. O viés inflacionário pode ser corrigido, no entanto, através de mecanismos institucionais que limitem a ação da autoridade monetária. Surge, assim, um dilema entre regras e discricionariedade na política monetária, uma vez que, enquanto que a política segundo regras não oferece a mesma flexibilidade da discricionariedade, a última gera o problema do viés inflacionário.

Barro e Gordon (1983b) analisam o dilema entre regras e discricionariedade na elaboração da política monetária introduzindo fatores relativos à credibilidade da política

monetária. Como em [Kydland e Prescott \(1977\)](#) e [Barro e Gordon \(1983a\)](#), o formulador de política pública sempre é capaz de gerar maiores taxas de inflação do que aquelas anunciadas *ex ante* e, portanto, sempre é tentado a fazê-lo *ex post*, o que faz com que a taxa de inflação seja excessiva no equilíbrio intemporalmente consistente. Novamente, uma vez que se os agentes privados formam suas expectativas inflacionárias racionalmente, eles incorporarão o viés inflacionário da autoridade monetária, antecipando a taxa de inflação consistente com o exercício discricionário da política monetária a despeito de qualquer anúncio ou promessa anterior quanto a uma política segundo regras. Mesmo que a autoridade monetária anuncie que seguirá alguma regra que produza uma taxa de inflação ideal, na ausência de mecanismos que garantam a aplicação da regra não há motivos para os agentes acreditem nos anúncios da autoridade monetária. Apenas o risco de perda da credibilidade da política monetária corrige a ausência de tais garantias, uma vez que desvios dos programas anunciados induziriam uma resposta punitiva por parte dos agentes na forma de uma maior inflação futura. No novo equilíbrio em credibilidade, a menor taxa de inflação compatível com incentivos ainda seria maior do que a taxa de inflação ideal mas ao menos seria menor do que aquela consistente com a plena discricionariedade.

Dado o problema do viés inflacionário, [Rogoff \(1985\)](#) propõe, dentre outras soluções, que o problema do viés inflacionário poderia ser solucionado através da delegação da política monetária a um banco central independente sob a gerência de presidentes “conservadores”, mais avessos à inflação do que um homem na praça, que deem maior peso ao controle da inflação do que do desemprego do que é dado pela sociedade, assim como pela correção de incentivos inflacionários no arranjo legal entorno da autoridade monetária, aumentando os graus de independência em objetivos e de independência orçamentária da autoridade monetária. Nota no entanto que, se a intensidade dos choques esperados sobre o produto agregado for significativa, é possível que uma gestão conservadora produzisse variância maior do que o desejável nas taxas de desemprego, o que torna plausível que a sociedade prefira dar incentivos para que a autoridade monetária foque também em outros objetivos além da estabilidade de preços.

A outra linha na qual a literatura se desenvolve, como foi mencionado anteriormente, parte de [Nordhaus \(1975\)](#), que sugere que, se eleitores em democracias são “míopes” na elaboração de seus planos, tendendo a dar mais peso para eventos recentes do que para eventos remotos, políticos poderiam abusar desta característica do eleitorado para se reeleger através de expansões populistas da oferta de moeda imediatamente anteriores a eleições. Políticos incumbentes tenderiam a implementar políticas monetárias restritivas no início de seus mandatos, reduzindo a inflação ao custo de maior desemprego, para criar algum espaço para que depois, imediatamente antes das eleições, pudessem produzir uma redução momentânea nas taxa de desemprego através da Curva de Phillips.

Cabe notar, porém, que há uma família de modelos nesta linha e que nem todos

dependem da hipótese de miopia do eleitorado. Em Rogoff e Sibert (1988) os ciclos político-econômicos não têm origem mais na miopia do eleitorado, que tem expectativas racionais, mas numa assimetria de informação entre o eleitorado e os agentes políticos quanto ao grau de competência do governo. Porque os governantes estão numa posição privilegiada para avaliar seu próprio desempenho como governantes, eles observam seu próprio desempenho antes se torne público e têm, com isso, a possibilidade de manipular sua reputação ante o eleitorado e de disfarçar a própria incompetência através das políticas eleitoreiras.

2.2 A literatura empírica da independência

Os principais estudos empíricos na literatura são os de Grilli et al. (1991) e Alesina e Summers (1993). Cabe mencionar, no entanto, os estudos pioneiros de Bade e Parkin (1977)⁵ e de Alesina (1988). Bade e Parkin (1977), em especial, foi o primeiro estudo a introduzir o uso de índices de independência. O índice do autores é baseado nos seguintes critérios: se a manutenção da estabilidade de preços é o objetivo primário ou único do banco central; se há representantes do governo na diretoria do banco central; se os diretores são indicados pelo governo. Os autores encontram evidência fraca de que o compromisso legal com a estabilidade de preços está associado a menores taxas de inflação em comparação a casos nos quais não há esse compromisso, assim como uma associação entre autonomia na elaboração de política e em indicações e menores taxas de inflação. Alesina (1988), usando o indicador de Bade e Parkin (1982), examina a influência da independência de bancos centrais tanto sobre a dinâmica dos ciclos político-econômicos quanto sobre o viés inflacionário das autoridade monetárias. Alesina (1988) encontra evidência de que a independência é capaz de amenizar ambos os problemas e que os países com os maiores graus de independência do banco central são também aqueles com as menores taxas de inflação.

Grilli et al. (1991) comparam os regimes de política monetária para os dezoito países industrializados da OCDE durante o período 1950–1989, avaliando o grau de independência da autoridade monetária segundo um indicador construído pelos autores, que distingue em medidas de independência política e independência econômica, seguindo Masciandaro e Tabellini (1988). Dentre as primeiras estão as características do procedimento de escolha dos diretores do banco central tais como: se o presidente é escolhido pelo governo e se a duração de seu mandato é inferior a cinco anos, assim como se diretores são escolhidos ou não pelo governo; características das relações entre o governo e a diretoria do banco central, tais como: se as reuniões dos conselhos diretores requerem a presença de membros do governo e se a aprovação por membros do governo é necessária para a execução da política monetária

⁵ Esse estudo, jamais publicado, teve múltiplas redações. A versão de 1982, que é citada por Alesina (1988), Grilli et al. (1991) e Alesina e Summers (1993), não se encontra disponível atualmente.

Os autores encontram uma correlação negativa entre a média e a variância das taxas de inflação e o grau de independência econômica da autoridade monetária, mas não encontram relação estatisticamente significativa aos níveis usuais entre a independência política e essas mesmas variáveis, exceto para o subperíodo 1970–1979, achado que interpretam como sugerindo que instituições têm maior impacto sobre a política monetária através de efeitos indiretos sobre a credibilidade da política ou diretos, através dos incentivos implícitos nos estatutos do banco central. Os autores não encontram relação entre variáveis de desempenho macroeconômico como a taxa de crescimento real ou a variância do nível de emprego, o que sugere surpreendentemente que a instituição de um banco central independente seria um *free lunch*⁶.

Alesina e Summers (1993) constroem um indicador composto de autonomia da autoridade monetária baseado nos indicadores de Bade e Parkin (1982), Alesina (1988), Alesina, Mirrlees e Neumann (1989) e Grilli et al. (1991) e usando apenas gráficos de dispersão afirmam encontrar associações negativas entre o grau de autonomia do banco central e a média assim como a variância da inflação para países da OCDE no período 1955–1988, mas não encontram relação alguma entre autonomia e outros indicadores de desempenho macroeconômico, tais como as taxas de crescimento real ou de desemprego, tal como Grilli et al. (1991), contrariando a sugestão teórica de que países com bancos centrais mais independentes deveriam estar sujeitos a maiores flutuações do nível de emprego, como havia sugerido Rogoff (1985), caracterizando assim um *free lunch*.

3 O Banco Central do Brasil

3.1 A criação do Banco Central do Brasil

No fim do ano de 1964, na presidência do general Humberto de Alencar Castelo Branco, foi criado o Banco Central do Brasil. Instituído pela Lei Bancária¹ com a atribuição a de executar da política monetária, que era e ainda é pela mesma lei elaborada pelo Conselho Monetário Nacional, e com as competências necessárias para tal, tomando para si os poderes tanto da Carteira de Emissão e Redescontos, quanto da Caixa de Mobilização Bancária, quanto da Carteira de Câmbio do Banco do Brasil. Ao mesmo tempo, a nova lei criou o já mencionado Conselho Monetário Nacional, que substituiu o antigo Conselho da Superintendência da Moeda e do Crédito, e que seria responsável pela formulação

⁶ Chama-se um *free lunch* qualquer benefício econômico ganho sem nenhum custo.

¹ Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964.

da política monetária. O Conselho era originalmente composto por nove membros, a deliberarem por maioria de votos com a presença de, no mínimo, seis membros: o Ministro da Fazenda, que seria o presidente do Conselho; o Presidente do Banco do Brasil; o Presidente do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico; seis membros nomeados pelo Presidente da República, após aprovação do Senado Federal, com mandato de até seis anos², dentre os quais seriam escolhidos, pelo próprio Conselho, quatro membros: três para serem diretores do Banco Central do Brasil, e um para ser seu presidente³. Com o apoio do presidente Castelo Branco, o Banco Central do Brasil, o Ministério da Fazenda e o Ministério do Planejamento embarcaram então em um amplo programa de estabilização de preços em 1964, o Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), uma vez que as taxas de inflação haviam chegado à ordem 100% no fim do governo de João Goulart, empreitada na qual teriam algum êxito apreciável, logrando reduzir a inflação para o patamar de 20% em 1969.

Como foi dito, o Banco Central do Brasil é, dentro do arcabouço criado pela lei 4.595 de 1964, o órgão executor da política monetária, cuja formulação é atribuição do Conselho Monetário Nacional⁴. É o Conselho a quem se determina que persiga os objetivos mínimos de um banco central, que são os de regular os valores interno e externo⁵ da moeda e de zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras⁶, entre outros. Além disso é requerida, pela mesma lei, a aprovação por parte do Conselho das emissões de papel moeda⁷. Dito isso, podemos tocar brevemente num ponto problemático em relação aos questionários e aos critérios por eles usados na avaliação do grau de independência de bancos centrais. Porque os critérios usados são tais que um banco central como o nosso, a quem não são comandados nenhum dos objetivos da política monetária também não seria dotado de nenhum grau de “autonomia em objetivos”. O que, num arcabouço legal como o nosso, parece absurdo. Pois mesmo que o Conselho Monetário Nacional não seja parte do Banco Central do Brasil, ele não tem no entanto nenhuma outra atribuição nem outros objetivos senão aqueles pertinentes à política monetária. O Conselho cumpre, assim, as mesmas atribuições que são delegadas, em outros países, aos bancos centrais e assim cumpre aqui o papel que no estrangeiro é cumprido pelas diretorias dos bancos.

Alguém poderia se perguntar, no entanto, para quê foi criado o Conselho Monetário, qual o seu papel no arcabouço institucional da Lei Bancária e o porquê de não terem sido dadas ao banco central as atribuições do Conselho, sem mais rodeios. O Conselho

² Os mandatos dos membros nomeados do CMN eram tais que um membro tinha um mandato de seis anos, outro de cinco, outro de quatro ... até chegar em um ano. Os mandatos eram, por assim dizer, escalonados.

³ O número de diretores do BCB mudaria ao longo dos anos. Hoje, o Banco conta com oito diretores que, juntamente com o presidente, compõem a diretoria colegiada do banco.

⁴ Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, Artigo 2º.

⁵ Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, Artigo 2º, Incisos II e III.

⁶ Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, Artigo 2º, Inciso VI.

⁷ Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, Artigo 4º, Inciso I.

Monetário foi criado, segundo o depoimento de Dênio Nogueira, em parte como uma concessão política, para que fosse aprovada a Lei Bancária, e em parte como um mecanismo formal de coordenação entre as políticas monetária e fiscal, por sugestão de Octávio de Bulhões⁸. A justificativa explícita, no entanto, é dada por Casimiro Ribeiro, que sugere que a eficácia da política monetária dependeria da cooperação com ministério da Fazenda, uma vez que um banco central não consegue impor políticas a despeito das vontades do ministro da Fazenda⁹. Um argumento curioso, uma vez que se assemelha ao argumento, avançado contra a independência de bancos centrais, de que a eficácia da política fiscal depende da cooperação da política monetária, não sendo portanto desejável que o banco central seja independente a ponto de poder “sabotar” a política fiscal.

3.2 O Banco Central descaracterizado

O arranjo institucional criado pela Lei Bancária duraria pouco. As décadas de 1960 e 1970 assistiriam, nas relações entre o Banco Central e o Banco do Brasil, uma multiplicação de fontes de interferências sobre a política monetária, assim como a suspensão e posterior revogação das disposições que impunham os mandatos fixos da diretoria do Banco. Em contraste com o largo apoio dado pelo presidente Castelo Branco¹⁰ à independência do Banco Central do Brasil e à equipe econômica liderada pelos ministros Roberto Campos e Octávio de Bulhões, seus sucessores não seriam tão entusiásticos a respeito de uma política monetária independente, a começar pelo presidente Artur da Costa e Silva, que pressionou os diretores e o presidente do Banco Central do Brasil para que se demitissem e deixassem suas posições o conselho para que se pudesse trocar a liderança do banco¹¹. Com a promulgação do AI-5 em 1967, ficaram suspensas as garantias constitucionais ou legais de inamovibilidade e de exercício de funções de prazo certo, eviscerando o arranjo institucional criado pela Lei Bancária¹². Alguns anos depois, em 1974, na presidência de Ernesto Geisel, tanto os diretores do Banco quanto seu presidente passariam a ser demissíveis *ad nutum*.¹³ Além disso, o diretor passava a ser membro *ex*

⁸ Dênio Nogueira diz em seu depoimento: “Lembrem-se de que o doutor Bulhões foi o criador da SUMOC, do Conselho da SUMOC. Ele tinha uma inclinação forte para que os assuntos fossem discutidos em um órgão colegiado. A principal função do CMN é, de fato, a coordenação entre a política monetária e a fiscal” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019b, p. 107).

⁹ “Se você faz um banco central independente da Fazenda, ele faz uma política lá, por conta dele, e depois é sabotado em outras áreas. Não adianta” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019a, p. 171).

¹⁰ Ver as memórias de Roberto Campos (CAMPOS, 1994).

¹¹ Vale lembrar a frase infame proferida pelo presidente Artur da Costa e Silva em conversa com o Roberto Campos, dois meses anteriormente à posse do ex-presidente. Roberto Campos sugeria que desse fim a boatos de que o presidente do Banco Central seria substituído, contrariamente à redação original da lei 4.595/64, ainda vigente. Campos acrescentou que “o BACEN é o guardião da moeda”, ao que Costa e Silva retrucou “o guardião da moeda sou eu” (CAMPOS, 1994, p. 669).

¹² Este foi o entendimento também de Mario Henrique Simonsen ao assinar, como Ministro da Fazenda, a lei que tornaria os diretores livremente demissíveis (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019c, p. 217).

¹³ Isto é, livremente demissíveis. Lei 6.045 de 15 de maio de 1971, Artigo 5º.

*officio*¹⁴ do Conselho Monetário, deixando de ser escolhido dentre os membros nomeados, enquanto que os diretores do Banco Central deixariam de ter direito de voto nas reuniões do Conselho.

A composição do Conselho Monetário Nacional seria gradualmente alterada em favor do poder executivo, não só durante o regime militar, mas durante todo o período de 1967 a 1994, chegando o Conselho a ter mais de trinta membros em suas reuniões, contados tanto seus membros votantes quanto não-votantes, com representantes, o fossem de jure ou de fato, por afinidade ou por posicionamento político¹⁵, se convertendo assim no que foi chamado de “órgão colegiado que trata praticamente da coordenação de toda a política econômica do governo” (VIANNA, 1987 apud NOVELLI, 2001, p. 135) embora, segundo Novelli (2001, p.138), fosse perder a primazia nesse sentido para o Conselho de Desenvolvimento Econômico (CDE), criado em 1974, na presidência Ernesto Geisel¹⁶, órgão em cuja composição, vale notar, o BCB não foi incluído. O Conselho Monetário só voltaria a ter recorte mais justo e mais cômodo à discussão da política monetária com o plano Real. Em 1994, o Conselho Monetário Nacional seria reduzido a apenas três membros, a deliberarem por maioria de votos: o ministro da fazenda, o ministro do planejamento e o presidente do Banco Central¹⁷.

Outro canal possível de pressões externas e de interferências na execução da política monetária, como já havia sugerido Casimiro Ribeiro, ainda nos tempos da SUMOC, é o quadro de funcionários do banco central. A composição do quadro de pessoal do Banco Central do Brasil, continha uma porção significativa de funcionários emprestados do Banco do Brasil. Trezentos e dois (302) de oitocentos e noventa (890) funcionários do Banco Central em 31 de dezembro de 1965 haviam sido requisitados do Banco do Brasil. Após a realização do primeiro concurso do Banco Central em 1965 e a requisição de funcionários adicionais, o quadro de pessoal do banco se compunha, ao final de 1967, de oitocentos e vinte dois (822) funcionários próprios, mil quinhentos e doze (1.512) funcionários cedidos pelo Banco do Brasil e cento e trinta e três (133) funcionários cedidos por outros órgãos, somando no total de dois mil quatrocentos e sessenta e sete (2.467) funcionários (NOVELLI, 2001, p. 84). A situação era tal que as duas instituições chegaram a competir por funcionários, com aumentos salariais numa instituição induzindo aumentos

¹⁴ O diretor passaria a ser um membro do conselho por efeito do cargo que exerce, assim como o ministro da Fazenda.

¹⁵ Entenda-se que os ministros de estado, enquanto funcionários de livre nomeação do Presidente da República, não são de jure representantes de ninguém, mas tendem quase sempre a sê-lo. Isso pode ocorrer às vezes por simples preferência do ministro, que é mais afeito a uma parte da sociedade do que a outra. Mas, em geral, tenderiam a sê-lo pois são escolhidos pelo presidente ou para satisfazer os desejos daqueles que lhe apoiam ou para acomodar os de grupos que lhe opunham. São, portanto, quase sempre representantes de fato. Mas o Conselho também chegou a incluir representantes de jure em sua composição com a inclusão posterior de “um membro representante das classes trabalhadoras” (Decreto nº 94.303, de 1º de maio de 1987).

¹⁶ Lei nº 6.118, de 9 de outubro de 1974.

¹⁷ Medida provisória 542, de 30 de Junho de 1994, artigo 8.

na outra¹⁸. O Banco Central chegaria também a contar, em 1974, com funcionários cedidos por oito órgãos distintos. No entanto, com a introdução, em 1975, do plano de carreira e de salários do Banco, os cedidos teriam a opção de se integrar nos quadros do Banco Central.

Outra fonte de interferências sobre a execução da política monetária, e esta era configurava um verdadeiro canal de vazamento da política monetária, eram os depósitos compulsórios, que continuariam a ser mantidos exclusivamente em conta no Banco do Brasil até a publicação da circular do Banco do Brasil de no 492, de 7 de janeiro de 1980, que criou, no Banco Central, a conta “Reservas Bancárias” (NOVELLI, 2001, p. 74). Os depósitos voluntários, por sua vez, só passariam a ser feitos exclusivamente no Banco Central com a lei no 7.730, de 31 de janeiro de 1989. A mesma lei transferiu do Conselho Monetário para o Banco Central a competência para determinar o recolhimento dos depósitos compulsórios. Mas a principal fonte de vazamentos na execução da política monetária foi a chamada conta “movimento” do Banco do Brasil.

A conta de movimento era uma conta-corrente que o Banco Central mantinha no Banco do Brasil sujeita às variações automáticas no valor de seus saldos segundo as posições dos dois bancos. Inicialmente, os saldos deveriam ser liquidados semanalmente e seriam sujeitos a uma taxa de juros de 1%, mas eventualmente esses dispositivos foram abandonados¹⁹. A conta refletia apenas o resultado final das transações entre o Banco do Brasil e o Banco Central. Mas na década de 1960, ela passou a ser usada como fonte de recursos para o Banco do Brasil, em razão de uma interpretação errônea da Lei Bancária de que o Conselho Monetário tinha a competência de criar recursos para o custeio das operações de fomento do Banco²⁰. Para que se entenda a natureza patológica desse arranjo contábil, basta dizer que o Banco do Brasil não precisava captar depósitos para realizar

¹⁸ “Os funcionários cedidos pelo Banco do Brasil tiveram dez anos para optar: ou voltavam para o Banco do Brasil ou se integravam definitivamente aos quadros próprios do Banco Central. Durante alguns anos, a semelhança com que as duas instituições operavam em crédito e a origem comum dos seus funcionários estabeleceram uma competição por maiores salários. Ganhos em uma das instituições disparavam movimentos de equiparação na outra. Com o tempo, o Banco Central do Brasil passou a recrutar seus próprios funcionários e a assumir funções clássicas de banco central. A competição salarial acabou” (NÓBREGA, 2005, p. 291).

¹⁹ Maílson da Nóbrega descreve o funcionamento da conta: “Suponhamos que o Banco do Brasil concedesse um empréstimo de 1 mil unidades monetárias a um cliente e que este sacasse integralmente os recursos dessa operação de empréstimo. Para honrar esse saque o Banco do Brasil utilizava cédulas guardadas numa sala especial, em nome do Banco Central (custódia). No fim do dia, o ativo do Banco do Brasil registraria o empréstimo de 1 mil unidades na conta de movimento. O balanço estava fechado. Imaginemos em seguida que um cliente depositasse cem unidades monetárias em sua conta pessoal. O Banco do Brasil recolheria as cem unidades à custódia e reduziria a conta de movimento pelo mesmo valor. No ativo continuaria registrado o mesmo empréstimo de 1 mil unidades, enquanto no passivo corresponderiam dois lançamentos: cem unidades em conta de depósito e novecentas unidades na conta de movimento” (NÓBREGA, 2005, p. 289).

²⁰ Parágrafo 1º do Artigo 19 da Lei 4.595/64, que determinava: “o Conselho Monetário Nacional assegurará recursos específicos que possibilitem ao Banco do Brasil... o atendimento dos encargos previstos na Lei.” Como o Conselho Monetário Nacional não tinha nenhuma dotação específica no orçamento fiscal que pudesse oferecer ao Banco do Brasil, surgiu a interpretação de que o Conselho Monetário Nacional tinha o poder de criar recursos mediante a emissão de moeda, que seriam então repassados ao Banco do Brasil (NÓBREGA, 2005, p. 288).

empréstimos, pois podia simplesmente sacar a descoberto da conta os fundos necessários. Com isso, o Banco do Brasil conseguiu, após ser autorizado pelo Conselho Monetário a expandir ilimitadamente suas operações de empréstimos aos setores agrícola e industrial, se tornar o oitavo maior estabelecimento de crédito no mundo sem ter aumentado de forma significativa sua captação dos recursos do público. Nos primeiros anos, a relação entre os dois bancos de fato causou problemas na execução da política monetária, mas a razão pela qual a expansão significativa das atividades do Banco do Brasil não foi acompanhada de uma explosão dos meios de pagamento foi devido ao aumento da dívida pública através dos dispositivos da lei complementar nº 12, de 8 de novembro de 1971, que havia determinado que o Conselho Monetário Nacional poderia autorizar a expansão desde que com “objetivos de política monetária”²¹.

Os recursos assim criados pelo Conselho Monetário eram repassados ao Banco do Brasil. As relações entre os dois bancos também não eram publicadas: nem o resultado da conta de movimento nem o orçamento monetário eram publicados entre as estatísticas oficiais do governo, e continuariam sem o ser até a publicação do estudo de Casimiro Ribeiro ([BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019a](#), p. 196), o que ocultava os déficits do governo. O orçamento da União apresentava falsamente a ideia de que as contas do governo estavam equilibradas, pois não incluía as dotações criadas para financiar as operações de crédito subsidiado e de benefícios para setores agrícola e industrial, assim como não incluía os gastos com a compra de excedentes de café, açúcar e de produtos abrangidos pela política nacional de preços mínimos. Todos esses desembolsos, a despeito de sua natureza eminentemente fiscal, eram classificados como operações de crédito e inclusos portanto no orçamento monetário.

É importante lembrar que a criação do Banco Central foi resistida, ainda nos tempos da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), pelo setor privado e pelos funcionários do Banco do Brasil. Segundo Dênio Nogueira, o comércio e a indústria “tinham se habituado [...] a viver à custa da expansão monetária” ([BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019b](#), p. 118) e por isso eram contrários à criação do banco que viam como um instrumento de controle monetário. A resistência por parte dos funcionários do Banco do Brasil é, por sua vez, um pouco mais complexa. Pode-se depreender do depoimento de Casimiro Ribeiro, da forma como ele representa as discussões com outros funcionários do banco, que um dos motivos que levava o funcionalismo do banco a ser contra o projeto de criação do Banco Central seria, curiosamente, uma preocupação com a preservação da independência e integridade do próprio Banco do Brasil contra um possível desmembramento do Banco do Brasil em agências controladas por políticos, que é um ponto comum, no depoimento de Casimiro Ribeiro, entre ele e seus interlocutores dentro do funcionalismo do banco, Casimiro Ribeiro pensando que, posto que uma autoridade

²¹ É importante notar também, que a lei citada permitia que o Poder Executivo expandisse a dívida pública sem a aprovação do Congresso ([NÓBREGA, 2005](#), p. 290).

monetária disciplinada era necessária, o melhor seria que fosse criada uma nova instituição para cumprir este papel, uma vez que liquidar as carteiras de crédito comercial do Banco do Brasil, incompatíveis com as funções de um banco central clássico seria, na sua visão, um “absurdo” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019a, p. 158). Os funcionários que se lhe contrapunham, por sua vez, temiam, na criação do Banco Central, fosse o início de um desmembramento gradual do Banco do Brasil. Além disso, acreditavam que a nova instituição seria um desperdício de recursos, uma vez que haveria uma espécie de duplicação de funções, e que uma nova instituição seria ocasião para novos esquemas de corrupção e cabide de emprego para “pistolões”, objeção que Ribeiro admite ser uma de fato válida para outras instituições propostas naquele período, bancos de fomento rural e de comércio exterior, mas não quanto ao Banco Central, que era seria uma instituição *sui generis*. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019a, p. 157)

Por esse mesmo motivo, as funções de banco central enquanto depositário das reservas bancárias e fiscalizador do sistema bancário não poderiam ser exercidas por um banco que operasse também como banco comercial, pois poderia fazer uso dessas reservas em competição aos bancos privados e mesmo abusar dos segredos que os bancos lhe confiassem enquanto agente fiscalizador. Nem poderiam ser essas funções exercidas por um departamento de um tal banco, uma vez que em razão do rodízio de funcionário e, presumivelmente, da posição subalterna do departamento dentro da estrutura do banco, o departamento não seria dotado nem de independência nem autoridade no exercício de suas funções: “há uma incompatibilidade ética e técnica insanável,” conclui Ribeiro (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019a, p. 157).

3.3 A reforma das finanças

O grau de desorganização das finanças públicas se tornou sensível já no fim da década de 1970. Carlos Brandão, que criou os mecanismos de expansão da dívida para fins de política monetária da lei complementar nº 12, já aludia em 1979 aos efeitos perversos da conta de movimento sobre o orçamento monetário em seu discurso de posse como presidente do Banco Central:

“A permanência da mesma estrutura monetária de 1964 até os dias atuais tem tornado o controle, entre nós, uma tarefa das mais difíceis, como bem exemplificado nos últimos anos em que as metas de crescimento dos meios de pagamento têm sido sistematicamente ultrapassadas. [...] Em um país de economia de mercado, em fase acelerada de desenvolvimento, a moeda tem uma posição das mais relevantes e o seu controle é que justifica a existência do banco central, pois é através desse exercício que se pode promover um autossustentado desenvolvimento econômico, relativo nível de emprego e de estabilidade de preços (NOVELLI, 2001, p. 141).

Carlos Brandão enviaria também um ofício ao Ministro da Fazenda, Karlos Rischbieter, com propostas de alterações na lei 4.595, “objetivando a separação de funções das duas autoridades monetárias.” Além disso, incluía entre as medidas a revisão da lei complementar nº 12, “visando a integrar a colocação de títulos do Tesouro Nacional ao Orçamento da União.” As reformas, se aceitas, transfeririam as funções de fomento do Banco Central ao Banco do Brasil e transformariam o Banco Central em um banco central “clássico,” sem a contaminação de funções e focado exclusivamente na defesa da estabilidade da moeda e do sistema de pagamentos. Mas a proposta não seria bem recebida no Ministério da Fazenda. Também levantou resistências na Diretoria de Crédito Rural e Industrial do Banco Central (DICRI), que questionava, entre outros pontos, se as funções típicas de bancos de fomento pudessem ser separadas da política monetária, afirmando que o Banco Central “terá sempre a função de direcionar esta oferta a setores, programas ou ramos de atividades cujas necessidades, de curto ou longo prazo, estejam a exigir esse suprimento” (NÓBREGA, 2005, p. 293).

Brandão logo pediria demissão após a publicação de seu ofício ao Ministro da Fazenda na Gazeta Mercantil, sendo exonerado e substituído na presidência do Banco Central do Brasil por Ernane Galvêas, que era mais alinhado à política expansionista do governo. Em entrevista, Galvêas afirmou “[...] o Banco Central deve estar onde for necessário para o cumprimento das diretrizes da política econômico-financeira e não me preocupa se ele tenha ou não feição clássica,” e também que o controle da expansão dos meios de pagamento, “[...] não deve prejudicar, nem interferir nos objetivos mais elevados da política econômico-financeira” (NOVELLI, 2001, p. 143). Com a disparada da inflação em 1980, as pressões do déficit no Orçamento Monetário se fizeram sentir mais acentuadamente, com fortes pressões por parte dos recebedores dos empréstimos de fomento nos setores agrícola e exportador após a adoção de medidas para combater o processo inflacionário, como o aumento das taxas de juros e a contenção de crédito. A inflação declinaria em 1981, mas ao custo de uma queda de 4,3% do Produto Interno Bruto, a primeira retração do produto agregado.

No início de 1983, a crise da dívida externa e o acordo com o Fundo Monetário Internacional tornaram mais clara a necessidade de reorganização das contas públicas e da revisão do arranjo institucional que transformara o Banco do Brasil, o Banco Central e o Tesouro “em um conjunto confuso e incontrolável.” Após as primeiras eleições estaduais no regime, alguns dos novos governadores perceberam que os bancos estaduais sob seu controle podiam fazer saques a descoberto no Banco do Brasil, como depositário das reservas bancárias, à ordem do Banco Central, que só chegaria a saber de tais saques mais de um mês depois, quando recebesse os balancetes mensais do Banco do Brasil. Ainda em 1983, pelo ofício PRESI 83/1279, o presidente do Banco do Brasil, Oswaldo Colin, propôs que se separassem as contas do Banco do Brasil e do Banco Central substituindo a conta de movimento por novas contas que registrariam apenas as operações à conta e ordem do

Tesouro. Para as demais operações, o Banco do Brasil buscaria os recursos no mercado através de depósitos a prazo, coisa que lhe era vedada à época. Mas o presidente sugeriu também outros canais que lhe permitiriam exceder os limites do Orçamento Monetário. Assim, a Coordenadoria de Assuntos Econômicos do Ministério da Fazenda emitiu um parecer contrário às propostas do Banco do Brasil.

Maílson da Nóbrega relata que as reformas eram “a nosso ver [...] paliativas, não atingiam o âmago do problema [...]” e assinalou na conclusão do parecer que mais estudos seriam necessários. O ministro Ernane Galvêas aprovou o parecer e autorizou o grupo da Coordenadoria a avançar, o que levou à formação de um grupo de trabalho informal para a discussão do problema. Desse grupo de estudo surgiu uma proposta formal que foi apresentada ao Conselho Monetário Nacional em 1984, que foi aceita no voto 283/84. Como resultado desse voto, foi criada então a Comissão de Reforma das Finanças Públicas, a ser presidida por Maílson da Nóbrega, em razão de seu cargo como Secretário-Geral do Ministério da Fazenda, e que deveria submeter um relatório final ao Conselho Monetário Nacional até o fim de novembro de 1984, apenas três meses depois do início de seus trabalhos em setembro. A Comissão então organizou quatro grupos de trabalho, reunindo mais de 150 técnicos. O relatório final da comissão defendia: a extinção da conta de movimento do Banco do Brasil e simultânea autorização para o banco atuar em todos os campos permitidos aos bancos comerciais; a extinção das funções de fomento do Banco Central e sua gradual transformação em banco central clássico; a extinção do Orçamento Monetário e transferência de suas operações fiscais, incluindo os subsídios, para o Orçamento Fiscal; a transferência, do Conselho Monetário para o Congresso, do poder de autorizar a expansão da dívida pública; a transferência, do Banco Central para o Ministério da Fazenda, da gestão da dívida pública; a proibição do financiamento direto do Tesouro ou da aquisição de seus títulos em leilões primários por parte do Banco Central; a transferência, do Banco do Brasil para o ministério da Fazenda, da execução do Orçamento da União; a criação da Secretaria do Tesouro Nacional para cuidar da execução do Orçamento e da gestão da dívida pública, mantendo-se o Banco Central como agente do Tesouro para a colocação de títulos públicos e para o serviço da dívida pública.

As reformas, no entanto, não seriam aprovadas em 1984. Manifestações contra o projeto começaram a surgir já em outubro, na área de fomento do Banco Central, que foram apaziguadas pelo presidente do Banco, Affonso Celso Pastore, que era a favor das ideias da Comissão. Mas depois de uma campanha contra os projetos iniciada pelo Sindicato dos Bancários de Brasília, controlado por funcionários do Banco do Brasil, e de um depoimento mal sucedido de Maílson da Nóbrega na Câmara dos Deputados, a pedido de iniciativa do deputado Élquisson Soares (PMDB-BA), a reação contrária ao projeto se inflamou e ganhou força. “Frentes de resistência se formaram em outros estados. [...] Os jornais do mesmo dia mostram que eu não havia sido poupado por ninguém nas quatro horas de depoimento na Câmara.” No entanto, já em 1986 o Conselho Monetário Nacional

determinou no voto 45/86 que o saldo da conta de movimento fosse congelado. A resolução do Banco Central nº 1091, do mesmo ano, determinou também que o saldo da conta “depósito das instituições financeiras” no Banco do Brasil fosse transferido diariamente para o Banco Central do Brasil. Os membros do governo, por sua vez, não apoiaram a Comissão. O presidente Figueiredo negou, pela boca do líder do governo na Câmara, Nelson Marchezan, ter conhecimento ou apoiar o projeto. O Conselho Monetário Nacional aprovou as propostas listadas no início de dezembro, mas já no dia seguinte a Justiça Federal em Brasília concedeu uma liminar em ação popular de autoria de Élquisson Soares. Os estudos foram então arquivados no Ministério da Fazenda até 1987²². Em 1987, por ocasião do fracasso do Plano Cruzado, Dílson Funaro foi substituído por Luiz Carlos Bresser Pereira como Ministro da Fazenda. Convidado pelo Ministro Bresser Pereira para retomar o cargo de Secretário-Geral do Ministério da Fazenda, Maílson da Nóbrega elaborou juntamente com Pedro Parente, do Tesouro Nacional, três projetos de decreto que virariam os decretos nº 94.442, nº 94.443 e nº 94.444 de 1987, que extinguiriam as funções de fomento do Banco Central, transferiam a administração da dívida pública para o Ministério da Fazenda e que determinavam a unificação do Orçamento da União, eliminando a distinção entre os Orçamentos Monetário e Fiscal. A vedação de financiamento ao Tesouro de qualquer forma ou espécie pelo Banco Central do Brasil foi adotada pela constituição federal de 1988, artigo 164, parágrafo primeiro, e reforçada pela promulgação, em 2000, da Lei de Responsabilidade Fiscal.

4 A questão da autonomia do Banco Central do Brasil

4.1 Autonomia, independência e a literatura empírica

O que significa a “independência” de um banco central? Ela se distingue da “autonomia” do banco? A literatura *mainstream* não faz nenhuma distinção específica quanto à autonomia ou à independência de bancos centrais e nem são os termos “autonomia” e “independência” termos técnicos dentro da literatura econômica. Não existe, assim, uma distinção convencional e de conhecimento geral entre os dois termos, que são antes usados de forma intercambiável. Há sim, no entanto, as distinções que cada autor introduz dentro de seu próprios trabalhos para fins de clareza. Lybek e Morris (2004), por exemplo, distinguem

²² Na realidade, até fevereiro de 1986, quando foram desarquivados a pedido do ministro Dílson Funaro e logo depois rearrquivados por efeito de uma nova liminar até 1987.

entre autonomia e independência, considerando que enquanto a primeira indicaria certos graus de liberdade operacional, a segunda indicaria uma ausência de mecanismos de controle institucional.

No Brasil, no entanto, tende-se a usar quase que exclusivamente o termo “autonomia” em razão, ao que parece, de uma interpretação corrente entre os juristas de que a independência é uma propriedade apenas dos três poderes constitucionais. [Saddi \(1997\)](#) não só é um expoente desta interpretação como também sugere que “a teoria da independência é *emprestada* da teoria constitucional.” Não havendo, no entanto, nenhuma menção explícita da teoria constitucional em nenhum dos textos citados, cabe questionar se o que houve não foi um desenvolvimento paralelo, dentro da economia, de teorias similares às teorias de independência constitucional partindo, no entanto, apenas da noção de independência segundo o senso comum. Esta hipótese, de que houve uma convergência e não um empréstimo, parece mais plausível, dada a literatura.

O que a literatura de fato distingue não são a autonomia e a independência, mas apenas as diferentes formas de que um banco central pode estar livre para agir de acordo com o juízo de seus diretores segundo a matéria considerada, com os termos sendo usados como melhor parece ao juízo comum. Assim, se um banco central está livre para decidir quanto comprará de títulos da dívida pública, diz-se que ele tem uma “autonomia financeira”, se é capaz de determinar os meios através dos quais realizará seus objetivos, tem uma “autonomia de instrumentos” e assim por diante. A autonomia ou independência geral do banco seria, no fim, apenas uma coleção de liberdades que são garantidas à diretoria do banco central pelo poder público. Bastaria, para se ter um conceito válido da independência da autoridade monetária, isto é, um conceito de significado real, que se agregasse os conceitos, talvez mesmo simplesmente somando, numericamente, as liberdades do banco¹.

No entanto, o problema não é tão simples. A teoria econômica não avançou neste campo a ponto de dizer que peso se deveria dar a cada uma dessas variáveis², coisa que fica a cargo da experiência histórica e do juízo individual de quem constrói os índices. [Mangano \(1998\)](#) observa, por exemplo, variações nos pesos dos índices de [Grilli et al. \(1991\)](#) e de [Cukierman \(1992\)](#), que têm variáveis comuns, embora essa variação seja, segundo o próprio autor, mínima. Mas Mangano observa uma variação significativa nos valores codificados por [Grilli et al. \(1991\)](#) e [Cukierman \(1992\)](#) nas variáveis comuns entre os dois índices, com os mesmos países recebendo códigos diferentes para critérios comuns. Em apenas um de dezessete dos países (1/17) e em apenas um dos nove (1/9) critérios contemplados há a coincidência completa nas variáveis comuns, havendo diferenças na codificação para 28%

¹ De fato, é isso o que fazem, deliberadamente, [Grilli et al. \(1991\)](#), como forma de evitar a subjetividade na escolha de pesos.

² O que, na realidade, não é um problema especial do campo. A economia ainda não avançou a ponto de determinar a priori quais variáveis são relevantes.

dos valores. Quanto à inclusão de critérios, 40% das características incluídas no índice elaborado por Grilli et al. não são consideradas relevantes por Cukierman (1992), enquanto que 45% dos critérios considerados essenciais por esse mesmo autor são ignorados por Grilli et al. (1991). Pode-se dizer portanto que, se há uma ideia de independência, ela se limita àqueles critérios que estão incluídos em todos os índices: a saber, os critérios de se diretores são inamovíveis, se o banco central tem como objetivo estabilidade de preços e se o governo tem participação na ou controle sobre a diretoria do banco. Mangano (1998), no entanto, continua:

“Independência não é um conceito com o qual acadêmicos deveriam se sentir confortáveis em trabalhar. Não apenas achamos bastante difícil medi-la objetivamente, brigando a respeito de seus componentes mesmos e a suma importância relativa; nós não conseguimos sequer concordar em uma forma única e indisputável de defini-la. Autores diferentes querem dizer coisas diferentes quando discutem independência.”³

É certo que problemas na codificação de observações de caráter legal, na medida em que sempre dependem não só do juízo como da familiaridade do pesquisador com a legislação, são inevitáveis. Especialmente em projetos conduzidos por poucos autores e contemplando vários países⁴. Cabe se perguntar, portanto, o que as estimativas empíricas do impacto macroeconômico da independência de bancos centrais realmente podem nos dizer sob a presença de tais problemas.

Outro problema na análise do impacto da independência é a endogeneidade. Posen (1995) sugere que o grau de independência da autoridade monetária em cada país é determinado pela eficácia na oposição do setor financeiro à inflação. Argumenta que, porque o aumento da independência de bancos centrais não são melhorias no sentido de Pareto, não são politicamente incontroversos. Pelo contrário, há custos associados à redução da inflação e estes não só não tendem a se reduzir sob a governança de bancos centrais mais independentes como tendem a aumentar. Para Posen (1995), isto implica que a redução nas taxas de inflação correntes surge às custas de algum grupo da sociedade. A independência de bancos centrais jamais seria, portanto, uma questão politicamente incontroversa e dependeria da influência política e do vigor do setor financeiro. Regredindo a inflação sobre índices de capacidade de resistência política do governo e de influência do setor financeiro, além de um índice de independência do banco central, Posen (1995) encontra que o impacto da independência sobre a inflação deixa de ser estatisticamente

³ “Independence is not a concept which academics should feel comfortable to work with. Not only do we find it quite hard to measure it objectively, bickering over its very components and their relative importance; we cannot even agree on a unique, undisputed way of defining it. Different authors mean different things when they discuss independence” (MANGANO, 1998, p. 488).

⁴ Vi, por exemplo, um estudo que classificava incorretamente o BCB como um banco que era governado por uma diretoria com mandatos fixos, provavelmente em razão de uma interpretação equivocada da lei 4.595/64, uma vez que os dispositivos relativos aos membros independentes do CMN não foram revogados.

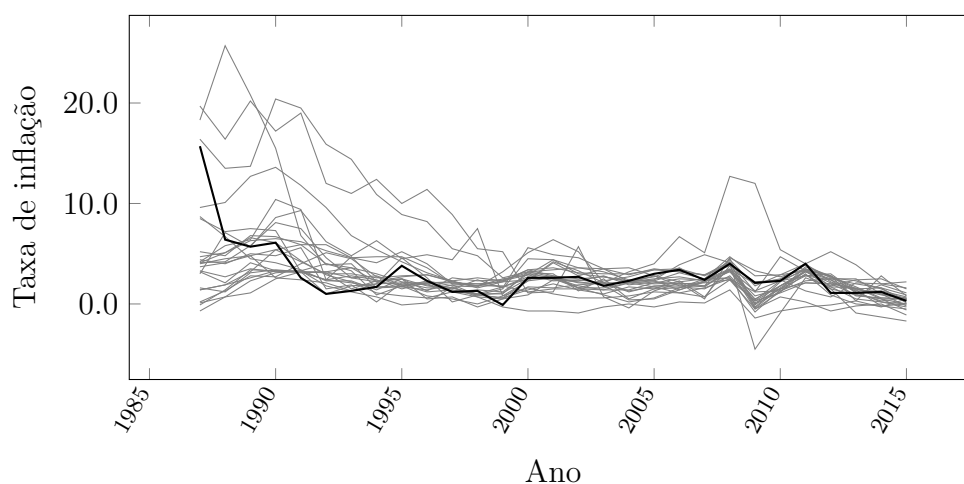


Figura 1 – Taxas de inflação para 25 países da OCDE. Nova Zelândia em preto. Gráfico elaborado pelo autor. Fonte: Banco Mundial

significante. Cabe notar, no entanto, que a relação de causalidade sugerida por [Posen \(1995\)](#) poderia correr no sentido contrário. A existência de um setor financeiro vigoroso poderia ser um efeito da independência do banco central, se isso lhe permitir que melhor zele pela estabilidade e saúde do setor financeiro.

Tendo em vista as possíveis incertezas associadas à literatura empírica e aos índices de independência cabe então perguntar se não há, no entanto, outros motivos pelos quais seria desejável que o banco central fosse “independente” mesmo que o impacto sobre a inflação fosse incerto ou nulo? Especialmente no caso brasileiro, além de todos os problemas enumerados, é duvidoso que a independência do Banco Central do Brasil seja, na conjuntura econômica atual, um fator limitante no controle da inflação.

A política monetária é conduzida no Brasil desde 1999 segundo um regime de metas de inflação. Se o que se deseja através da independência de bancos centrais é controlar o viés inflacionário, amarrando as mãos do governo, qualquer regime de metas faz isso tão bem quanto a delegação da política monetária a um banco central governado por indivíduos de preferências específicas, como é o banqueiro conservador imaginado por [Rogoff \(1985\)](#). A Nova Zelândia tem, como o Brasil, um banco central perfeitamente subordinado segundo o índice de [Grilli et al. \(1991\)](#). Este país não só não teve problemas com a inflação desde a adoção do regime de metas de inflação, como tem mesmo tido taxas similares a de países comparáveis, como os países desenvolvidos da OCDE. Portanto temos de perguntar se não há outros motivos pelos quais a independência do Banco Central seria desejável.

4.2 Possíveis motivos alternativos para a independência

Uma leitura dos depoimentos dos membros do grupo “sumoqueano”⁵ sugere que os fundadores do Banco Central entendiam por “independência” algo diferente do que pensamos, que abarcava outras dimensões, tendo sido moldada pela relação de dependência, e não subordinação, da SUMOC ante o Banco do Brasil em 1950. A dependência da SUMOC em relação ao Banco do Brasil não tinha caráter legal, mas físico e contábil. O órgão funcionava dentro da sede do Banco do Brasil e dependia do Banco para o recolhimento de compulsórios, o que dificultava a condução da política monetária em razão dos vazamentos resultantes. As reservas bancárias, por exemplo, depositadas pelos bancos no Banco do Brasil à ordem da SUMOC não estavam de fato sob seu controle, a despeito da legislação, sendo usadas pelo Banco para o financiamento dos déficits do governo (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019c, p. 115), o que tornou a política de depósitos compulsórios ineficaz (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019a, p. 63). Até 1951, o Banco era sequer submetido à fiscalização da SUMOC, a despeito das atribuições legais da última (NÓBREGA, 2005, p. 245). Se a relação do Banco Central com o Banco do Brasil durante as décadas de 1970 e 1980 pode ter parecido ruim, a relação entre a SUMOC e o Banco do Brasil na década de 1950 era muito pior.

Sobretudo, concebiam algo muito distinto sob a ideia de um “insulamento contra pressões políticas”. Hoje, as pressões políticas a que nos referimos por tal expressão são aquelas vindas do poder executivo e têm um caráter um tanto abstrato, como o de um parâmetro em um modelo. Os funcionários públicos nas décadas de 1950 e 1960, no entanto, estavam sujeitos a pressões de origens diversas e muito reais, com consequências pessoais tangíveis. Lucas Lopes, ministro da Fazenda de Juscelino Kubitschek, sofreu um enfarto, em 1959, em meio às pressões políticas contrárias às negociações com o FMI. Ao mesmo tempo, o presidente Juscelino Kubitschek receberia manifestantes contrários às negociações. O abandono político de Lucas Lopes pelo presidente Juscelino causaria desgosto a Octávio de Bulhões. Nas suas palavras:

E minha revolta contra o Juscelino foi pelo fato de o Lucas Lopes estar lutando muito, ter um enfarte, ir para o hospital, e nesse meio tempo o Juscelino receber no palácio uma manifestação dirigida pelo [Luis Carlos] Prestes, com faixas dizendo que o ministro era entreguista (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019c, p. 130).

Casimiro Ribeiro, que à época era um dos negociadores ante o FMI, menciona que ter sido proibido de falar com Lucas Lopes pela esposa do mesmo, em razão da angústia que lhe causava o trabalho. Mais tarde, o próprio Casimiro seria acometido por um problema de saúde: uma isquemia, que Dênio Nogueira atribui às “pressões que se exerciam sobre

⁵ Termo de Pedro do Lago (LAGO, 1983).

ele” quando dirigia a Carteira de Redescontos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019b, p. 155).

O insulamento do funcionalismo, em especial dos funcionários de carreira, contra pressões dessa natureza seria algo sempre necessário, mesmo que apenas para a preservação da própria saúde, configurando assim uma espécie de garantia de salubridade do emprego no serviço público. Sem o insulamento e sem o apoio político de seus superiores, funcionários de carreira tenderiam gradualmente abandonar o serviço público em favor da iniciativa privada⁶. Se há alguma correlação entre a posição hierárquica do funcionário e da intensidade das pressões que incidem sobre ele e se os funcionários tiverem êxito na iniciativa privada segundo seus graus de habilidade e competência, em geral, o efeito final de tais pressões seria o de minar o profissionalismo e a competência do serviço público, na medida em que seus funcionários mais experientes e mais competentes deixariam o serviço público. Esse mecanismo é um pouco implausível quando se fala em posições hierárquicas inferiores, mas não deixa de ser um mecanismo possível quando se fala em diretores. No entanto, a relevância para os dias de hoje é mais duvidosa.

Uma razão, mais plausível, pela qual a independência poderia ser interessante seria para garantir a estabilidade da trajetória da dívida pública no longo prazo. No Brasil, como no resto do mundo, é vedado o financiamento do governo por parte da autoridade monetária. A recomendação de que bancos com poderes de emissão fiquem proibidos de emprestar aos governos aos quais estão sujeitas já é antiga⁷. No entanto, a proibição de empréstimos e adiantamentos não impede, por exemplo, que o governo tente reprimir as taxas de juros nominais como forma de reduzir o custo de serviço da dívida e de tentar, dessa forma, expandir a dívida pública além de seu nível adequado dadas as receitas do governo. Talvez fosse possível criar novas restrições formais na relação entre o governo e Banco Central para impedir o uso de tais expedientes, mas a independência do Banco poderia fazer o mesmo e com maior flexibilidade para que se pudesse, por exemplo, socorrer a economia em caso de alguma crise.

Outra razão pela qual a independência do Banco Central poderia ser desejável seria como forma de amarrar as mãos, não do poder público em si, mas sim de governos minoritários que tentassem se valer da influência sobre o Banco como forma de conseguir algo que não conseguiriam de outra forma.

A independência absoluta do poder público é, certamente, impossível, se não *de jure*, então de fato. É inimaginável que um banco central possa resistir a todos os tipos de pressões políticas, a despeito da intensidade, e por isso jamais poderia gozar de um “quarto poder”. No entanto, alguns autores chegam a sugerir algo próximo de uma independência

⁶ Coisa que se observa nos depoimentos do grupo sumoqueano: algumas pausas, por vezes longas, do serviço público.

⁷ O texto mencionado de David Ricardo (1824), por exemplo, já contém uma recomendação nesse sentido.

do poder público. Dênio Nogueira, por exemplo, cita o trabalho de Grove (1952), que sugere que tanto o poder executivo quanto o poder legislativo têm inclinações inflacionárias e que, por isso, a política monetária tem de ser delegada a um banco independente de ambos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019b, p. 200). Devido ou à obscuridade da noção de independência ou à incerteza em relação ao grau apropriado de autonomia de bancos centrais, essa noção de um banco central como um “quarto poder” chega a encontrar adeptos entre os economistas, a despeito do fato de que falem e possivelmente nem queiram falar em um banco central como um “quarto poder”.

Além disso, cabe se perguntar até que ponto o legislativo possa estar sujeito a tendências inflacionistas: o nosso legislativo foi, de fato, leniente com a política monetária expansionista da décadas de 1950 e 1960, repetidamente votando em favor das encampações do papel moeda. Mas mesmo que os membros do legislativo tenham alguma tendência inflacionária, talvez por efeito de tentações eleitoreiras como sugerido por Nordhaus (1975), o legislativo não se compõe de uma pessoa só e nem os membros do legislativo têm nenhuma tendência natural a cooperar uns com os outros, especialmente quando se tratam de eleições. Imaginar um legislativo unido por trás de uma expansão monetária populista é imaginar um cartel de centenas de membros, o que é um absurdo. Se o legislativo vota repetidamente em favor de propostas inflacionárias, como era o caso nas décadas de 1950 e 1960, é mais provável que o problema das tendências inflacionárias do legislativo tenha caráter estrutural. Também é difícil imaginar como o Banco poderia ser independente do legislativo, ou que tipo de arranjo legal poderia impor tal independência, se as leis são feitas e desfeitas pelo Congresso. A supervisão do Banco recai, naturalmente, ao legislativo.

O poder público poderia, no entanto, amarrar as ou mãos de governos populistas e minoritários que, depois de alcançar o poder, poderiam tentar se perpetuar no poder através da distribuição de “espólios”. Poderia também amarrar as mãos de governos minoritários e incompetentes, na medida em que um estivesse correlacionado com o outro. A promulgação de leis cuja revogação ou derrogação requeresse apoio popular estritamente maior do que aquele angariado por tais grupos garantiria a condução responsável da política monetária ao longo do tempo contra tentativas pouco aconselháveis de se reprimir as taxas de juros durante períodos prolongados com fins populistas.

A restrição do impacto governos minoritários e populistas poderia levar à uma redução da instabilidade política. Por vezes se fala numa atual “autonomia efetiva” do Banco Central, ou que o Banco Central goza de uma autonomia real maior do que a que seria sugerida por seus estatutos. Uma vez que a nomeação da diretoria do Banco Central ocorre apenas com a aprovação do Senado Federal, poderíamos entender a nomeação como um acordo implícito quanto à trajetória da inflação entre o Senado Federal e a Presidência da República e que, embora o Presidente da República possa exonerar livremente os membros da diretoria do Banco Central, ele tenderia a não o fazê-lo em razão do custo à

sua reputação ante o Senado Federal e, por extensão, ante o Congresso como um todo.

A Presidência da República, portanto, encara dois outros atores em um conjunto de jogos repetidos. Além da povo em geral, que encara no problema de consistência intertemporal, encara também os parlamentares, no processo de determinação da política monetária. Se o presidente tentasse, por exemplo, reprimir as taxas de juros durante um período prolongado, ele arriscaria minar o próprio apoio no Congresso. Ainda mais, se os parlamentares não tiverem incentivos suficientes para impedir que ele tente, como seria o caso quando a leniência *ex ante* tivesse custos eleitorais pequenos enquanto que o rigorismo *ex post*, quando de um escândalo, tivesse ganhos associados, o país ficaria sujeito a uma instabilidade política desnecessária, resultante apenas da assimetria entre a nomeação e a exoneração dos membros da diretoria do Banco Central, que atualmente são nomeados apenas com a aprovação do Senado mas livremente exoneráveis. A simetria poderia trazer, inclusive, outros benefícios, na medida em que menos “capital político” tem de ser aplicado em acordos com o Congresso a respeito da diretoria do Banco Central, passando a ser então aplicado em outras áreas.

Por fim, em razão dos efeitos distributivos associados à política monetária, que existem mesmo quando não há aceleração ou desaceleração da inflação, seria razoável que a execução da política monetária fosse sujeita à supervisão ainda que indireta do Congresso. Se variações na taxa de inflação são análogas a alterações na carga tributária, é razoável que a condução da política monetária esteja sob a supervisão do Congresso Nacional. Se o Presidente da República, ainda que eleito democraticamente por uma maioria do povo, não se torna por isso livre para dispor em matérias tributárias sem a aprovação do Congresso, é razoável que também não fique livre para dispor sobre matérias de política monetária. O Presidente da República é um representante de uma maioria da população, enquanto que o Congresso se compõe da reunião de todos os representantes do povo.

4.3 O Banco Central deveria ser autônomo?

4.3.1 O Projeto de Lei Complementar nº 19 de 2019

Após as reformas do sistema financeiro no final da década de 1980 e após a adoção do regime de metas de inflação, não há mas uma necessidade imediata de que o Banco Central se torne independente. Dentro de uma perspectiva mais sumoqueueana, na qual a independência do banco se caracterizaria por sua independência física e contábil, pela contratação de pessoal qualificado e pela selecionado pelo mérito, o Banco já tem a sua “independência”, se bem que oposta à dependência e não à subordinação. A política monetária também não é mais um problema para a trajetória da dívida pública, hoje ameaçada por motivos que não esse, e nem é mais um problema o controle da inflação.

No entanto, tramita atualmente no senado o Projeto de Lei Complementar nº 19, de 2019, de autoria do Senador Plínio Valério, que daria aos ao presidente e aos diretores do banco central mandatos fixos de duração de quatro anos, com o início do mandato ocorrendo dois anos após a posse do Presidente da República. O Presidente da República nomearia os membros da diretoria um mês após sua posse. Por fim, os membros da diretoria ficariam inamovíveis, perdendo seus mandatos apenas em casos de condenação criminal transitada em julgado, pedido de dispensa ou demissão por iniciativa do Presidente da República, com justificação acompanhada da exposição de motivos, aprovada pelo Senado Federal, mediante votação secreta, sendo assegurada ao dirigente a oportunidade de esclarecimento e defesa em sessão pública. Além disso, o Presidente do Banco Central do Brasil deverá apresentar, semestralmente, relatórios de inflação e de estabilidade de financeira.

A justificativa do senador é a de que “o governo pode ser tentado a promover um maior crescimento de curto prazo, criando pressões inflacionárias, em períodos pré-eleitorais, de modo a influenciar os resultados das eleições” e que “dessa forma, deve levar à redução das expectativas inflacionárias e dos prêmios de risco inflacionários de longo prazo.” Faz sentido, portanto, intercalar os mandatos do Presidente da República com os dos membros da diretoria do Banco Central, que passariam a ter mandatos fixos, de forma a “blindar” o Banco Central de pressões políticas advindas do Poder Executivo. A justificativa segue em linhas gerais portanto a teoria dos ciclos político-econômicos de [Nordhaus \(1975\)](#).

O projeto vai direto ao ponto, adotando como instrumento para maior autonomia do banco central os mandatos fixos da diretoria, que é um ingrediente incontroverso nos principais índices de independência, tais como os de [Bade e Parkin \(1977\)](#), [Grilli et al. \(1991\)](#) e [Cukierman \(1992\)](#). Dado o que foi dito até agora, cabe duvidar da justificativa dada pelo senador. Não parece plausível, dado os atuais fatores conjunturais, tais como a desaceleração do crescimento econômico desde 2013 e a recente recessão no país, e dado que o país já adota um regime de metas de inflação, que o grau de independência do Banco Central seja um fator limitante na redução da inflação. É possível inclusive que as taxas de inflação no Brasil já estejam no nível mais baixo que poderiam estar, dadas as características atuais da economia brasileira.

Há, no entanto, outros motivos pelos quais a independência do Banco Central seria desejável. O primeiro deles, que independe de circunstâncias econômicas, é o fato de que a inflação tem sempre efeitos distributivos e por isso tem sempre um caráter análogo ao da tributação. Além disso, mesmo que tentativas de manipular o desempenho macroeconômico não tenham êxito ou não alterem as taxas de inflação de longo prazo, em razão de poderem ser vistas dentro da atual situação de “autonomia efetiva” como eventos isolados, elas expõem o país à instabilidade política. Além do problema de inconsistência intertemporal entre

a autoridade monetária e a população, que determina o viés inflacionário, a Presidência da República participa de um jogo repetido com o Senado Federal, uma vez que após a aprovação da nomeação da Diretoria do Banco Central, o Presidente da República tem o incentivo de tentar manipular a política monetária, contrariamente ao que foi acordado implicitamente com o Senado quando da diretoria do Banco Central. Na tentativa de angariar votos, no entanto, o Presidente causaria dano à sua própria reputação ante o Congresso, minando o seu apoio político. A maior independência da autoridade monetária reduziria, assim, a instabilidade política associada aos ciclos político-econômicos.

Por fim, a independência poderia também garantir que a dívida pública siga uma trajetória estável e condizente com as condições reais de pagamento do governo uma vez que o governo não poderia, com uma diretoria independente, se servir de expedientes que expandissem a dívida pública acima de seu nível razoável dado as receitas reais do governo como, por exemplo, a repressão das taxas de juros nominais abaixo do nível de equilíbrio como forma de reduzir os custos associados ao serviço da dívida.

4.3.2 O “quarto poder”

Porque às vezes se usa indiferentemente o termo “independência” para se referir tanto às garantias que tornariam bancos centrais capazes de resistir a pressões políticas quanto à posse de amplos poderes discricionários. Quando se fala nos possíveis problemas associados ao exercício da política monetária por “burocratas não eleitos” ou à transformação do banco central em um “quarto poder”, não é realmente a independência que se tem em mente, mas a discricionariedade ampla. No entanto, essa noção de independência é mais comum entre os críticos da ideia de que bancos centrais deveriam ser independentes do que entre os seus apoiadores. O grupo sumoquiano, por exemplo, não partilhava de tal noção, enquanto que Milton Friedman, um veemente crítico das propostas de independência, pensava a independência justamente desta forma (FRIEDMAN, 1968a). Isso mostra, mais do que qualquer coisa, que a ideia é universalmente repugnante entre os economistas, porque independente se são a favor ou contra as outras formas de independência, certamente são contra essa.

Devido aos efeitos distributivos associados à política monetária, a discricionariedade na política monetária é algo mais tolerado do que realmente aceito, mesmo em casos que ela se faz necessária. Blinder (2012), por exemplo, criticou a expansão maciça de empréstimos por parte do Federal Reserve, especialmente em razão da natureza quase-fiscal de operações de socorro em tal escala. Não é cabível, portanto, que a política monetária seja conduzida como que num mundo à parte, como sugerem aqueles que imaginam que bancos centrais deveriam ser independentes mesmo do legislativo. Por este mesmo motivo, há de se criticar também os autores de orientação mais heterodoxa, que tratam da independência retornando frequentemente à questão do papel e das possibilidades da

política monetária, de seu possível impacto sobre o desenvolvimento, uma vez a política monetárias expansionistas não são *a priori* melhorias no sentido de Pareto. A questão da independência de bancos centrais não é apenas sobre se a política deveria ser conduzida de uma determinada forma ou não, mas também sobre como deveria ser conduzida.

Em razão dos efeitos distributivos, é razoável que a diretoria do Banco Central fique protegida de interferências por parte do executivo e de pressões externas em geral, uma vez que a política monetária pode ter efeitos análogos a alterações na carga tributária. Mas isto não significa transformar o Banco em um “quarto poder”. Não é possível imaginar nenhum arranjo legal que fosse capaz de resistir a um movimento político suficientemente amplo, cuja manifestação natural seria uma maioria parlamentar se as leis são feitas e desfeitas pelo Congresso. Nada poderia resistir os milhões de brasileiros se eles expressassem o desejo, mediante seus representantes, de que se expandissem os gastos do governo mediante a emissão de moeda ou de que retornássemos à hiperinflação. A decisão sempre recai, em última instância, sobre o povo.

5 Conclusão

As propostas de delegação da política monetária a um banco central independente são, como vimos, já antigas, remontando ao século XIX. A literatura atual sobre a independência de bancos centrais, no entanto, foca em um pequeno grupo de modelos estilizados, que giram em torno das noções de inconsistência intertemporal e de ciclos político-econômicos. A contribuição da independência de bancos centrais para o controle da inflação no entanto é incerta.

O Banco Central do Brasil, a despeito de seu baixo nível de independência segundo os critérios apresentados na literatura, goza de uma certa autonomia informal, possivelmente em razão da dinâmica das coalizões parlamentares, e executa uma política monetária disciplinada sob o regime de metas de inflação. Depois das reformas das décadas de 1980 e 1990, não há mais uma necessidade de tornar o Banco independente. Também não há muito espaço que seja, simultaneamente, teoricamente e politicamente incontroverso para que o Banco aumente a sua independência. O Banco já está indiretamente e diretamente comprometido com a estabilidade de preços através dos objetivos do Conselho Monetário Nacional e através do regime de metas de inflação. Se não se considera a extinção do Conselho, resta apenas a opção de dar mandatos fixos aos membros da diretoria.

O Projeto de Lei Complementar nº 19, de 2019, vai diretamente neste ponto. Vimos como poderia ser desejável que a condução política monetária passasse a ser mais

representativa, o que é contemplado no Projeto com o requerimento de aprovação das exonerações de membros do conselho e com o requerimento de apresentação de relatórios semestrais por parte do Banco, com o Banco passando a estar sujeito à maior supervisão do Legislativo. Além disso, uma maior autonomia do Banco poderia contribuir para a estabilidade de longo prazo da dívida pública ao restringir formas do governo expandir a dívida além do adequado através de uma repressão das taxas de juros nominais. Por fim, o aumento da autonomia do Banco, com o retorno aos mandatos fixos, poderia contribuir para uma maior estabilidade política no país, reduzido os riscos associados a tentativas, por parte de governos minoritários, de manipular a política monetária em detrimento de seu próprio apio no Congresso e, em geral, da estabilidade política do país.

Referências

- ABREU, M. d. P. (Ed.). *A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil*. [nova edição revista e atualizada], 3a tiragem. Rio de Janeiro, RJ, Brasil: Elsevier Editora, 2014. ISBN 978-85-352-7859-0. Nenhuma citação no texto.
- ALESINA, A. Macroeconomics and politics. *NBER Macroeconomics Annual*, v. 3, p. 13–52, jan. 1988. Citado 2 vezes nas páginas 13 e 14.
- ALESINA, A.; MIRRLEES, J.; NEUMANN, M. J. M. Politics and Business Cycles in Industrial Democracies. *Economic Policy*, v. 4, n. 8, p. 55, abr. 1989. ISSN 02664658. Disponível em: <<https://academic.oup.com/economicpolicy/article-lookup/doi/10.2307/1344464>>. Citado na página 14.
- ALESINA, A.; SUMMERS, L. H. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 25, n. 2, p. 151, maio 1993. ISSN 00222879. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/2077833?origin=crossref>>. Citado 2 vezes nas páginas 13 e 14.
- BADE, R.; PARKIN, M. Central Bank Laws and Monetary Policies: A Preliminary Investigation. p. 39, 1977. Citado 2 vezes nas páginas 13 e 31.
- BADE, R.; PARKIN, M. Central bank laws and inflation: a comparative analysis. *University of Western Ontario*, 1982. Citado na página 13.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Casimiro Ribeiro*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2019. v. 2. (Coleção História Contada do Banco Central do Brasil, v. 2). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/historiacontada/publicacoes/hc_bc_volume_4_casimiro_ribeiro.pdf>. Citado 4 vezes nas páginas 16, 19, 20 e 27.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Dênio Nogueira*. Banco Central do Brasil, 2019. v. 3. (História Contada do Banco Central do Brasil, v. 3). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/historiacontada/publicacoes/hc_bc_volume_3_denio_nogueira.pdf>. Citado 4 vezes nas páginas 16, 19, 28 e 29.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Octavio Gouvêa de Bulhões*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2019. v. 1. (Coleção História Contada do Banco Central do Brasil, v. 1). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/historiacontada/publicacoes/hc_bc_volume_1_octavio_bulhoes.pdf>. Citado 2 vezes nas páginas 16 e 27.
- BARRO, R.; GORDON, D. A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *Journal of Political Economy*, v. 81, p. 22, 1983. Citado na página 12.
- BARRO, R.; GORDON, D. B. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, v. 12, p. 101–121, 1983. Citado 4 vezes nas páginas 8, 9, 10 e 11.
- BLINDER, A. S. Central Bank Independence and Credibility During and After a Crisis. p. 10, 2012. Citado na página 32.

- CAMPOS, R. *A lanterna na popa: memórias*. Topbooks. Rio de Janeiro: [s.n.], 1994. Citado na página 16.
- CUKIERMAN, A. *Central bank strategy, credibility and independence: theory and evidence*. [S.l.]: MIT Press, 1992. Citado 3 vezes nas páginas 24, 25 e 31.
- FRIEDMAN, M. Dollars and Deficits: Inflation, Monetary Policy and the Balance of Payments. In: *In search of a monetary constitution*. Prentice-Hall, 1968. p. 173–194. Disponível em: <<https://archive.org/details/dollarsdeficitsl00frie/page/172/mode/2up>>. Citado 2 vezes nas páginas 10 e 32.
- FRIEDMAN, M. The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, p. 17, 1968. Citado na página 10.
- GRILLI, V. et al. Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries. *Economic Policy*, v. 6, n. 13, p. 341, out. 1991. ISSN 02664658. Disponível em: <<https://academic.oup.com/economicpolicy/article-lookup/doi/10.2307/1344630>>. Citado 6 vezes nas páginas 13, 14, 24, 25, 26 e 31.
- GROVE, D. L. *Central bank independence and the government-central bank relationship*. [S.l.: s.n.], 1952. Citado na página 29.
- KISCH, C. H.; ELKIN, W. A. *Central Banks: A Study of the Constitutions of Banks of Issue, With an Analysis of Representative Charters*. London: Macmillan and Co., Limited, 1928. Disponível em: <<https://dspace.gipe.ac.in/xmlui/handle/10973/23707>>. Citado na página 9.
- KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3, p. 473–491, jun. 1977. ISSN 0022-3808, 1537-534X. Disponível em: <<https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/260580>>. Citado 5 vezes nas páginas 8, 9, 10, 11 e 12.
- LAGO, P. A. C. d. *A SUMOC como embrião do Banco Central: sua influência na condução da política econômica 1945–1965*. Rio de Janeiro: PUC-RJ, 1983. Citado na página 27.
- LUCAS, R. E. Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*, v. 4, n. 2, p. 103–124, 1972. Citado na página 11.
- LUCAS, R. E. Econometric Policy Evaluation: a Critique. In: BRUNNER, K.; MELTZER, A. H. (Ed.). *The Phillips Curve and Labor Markets*. [S.l.: s.n.], 1976. p. 28. Citado na página 11.
- LYBEK, T.; MORRIS, J. Central Bank Governance: A Survey of Boards and Management. *IMF Working Papers*, v. 04, n. 226, p. 1, 2004. ISSN 1018-5941. Disponível em: <<http://elibrary.imf.org/view/IMF001/01145-9781451875416/01145-9781451875416/01145-9781451875416.xml>>. Citado na página 23.
- MANGANO, G. Measuring central bank independence: a tale of subjectivity and of its consequences. *Oxford Economic Papers*, v. 50, n. 3, p. 468–492, jul. 1998. ISSN 0030-7653, 1464-3812. Disponível em: <<https://academic.oup.com/oep/article-lookup/doi/10.1093/oxfordjournals.oep.a028657>>. Citado 2 vezes nas páginas 24 e 25.

- MASCIANDARO, D.; TABELLINI, G. Monetary Regimes and Fiscal Deficits: A Comparative Analysis. In: *Monetary Policy in Pacific Basin Countries: Papers Presented at a Conference Sponsored by the Federal Reserve Bank of San Francisco*. Dordrecht: Springer Netherlands, 1988. p. 125–152. ISBN 978-94-010-7711-8 978-94-009-2685-1. Disponível em: <<http://link.springer.com/10.1007/978-94-009-2685-1>>. Citado na página 13.
- NORDHAUS, W. D. The Political Business Cycle. *The Review of Economic Studies*, v. 42, n. 2, p. 169, abr. 1975. ISSN 00346527. Disponível em: <<https://academic.oup.com/restud/article-lookup/doi/10.2307/2296528>>. Citado 6 vezes nas páginas 8, 9, 10, 12, 29 e 31.
- NOVELLI, J. M. N. *Instituições, política e ideias econômicas: o caso do Banco Central do Brasil (1965-1998)*. São Paulo: Annablume/Fapesp, 2001. Citado 4 vezes nas páginas 17, 18, 20 e 21.
- NÓBREGA, M. da. A luta pela modernização das finanças públicas. In: *O futuro chegou: instituições e desenvolvimento no Brasil*. São Paulo: Globo, 2005. p. 281–208. Citado 4 vezes nas páginas 18, 19, 21 e 27.
- PHELPS, E. S. Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time. *Economica*, v. 34, n. 135, p. 254, ago. 1967. ISSN 00130427. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/10.2307/2552025?origin=crossref>>. Citado na página 10.
- POSEN, A. S. Declarations Are Not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence. *NBER Macroeconomics Annual*, v. 10, p. 253–274, 1995. Disponível em: <<https://www.journals.uchicago.edu/doi/pdfplus/10.1086/654279>>. Citado 2 vezes nas páginas 25 e 26.
- RICARDO, D. *Plan for the Establishment of a National Bank*. London: [s.n.], 1824. Disponível em: <https://books.google.com.br/books/about/Plan_for_the_Establishment_of_a_National.html?id=j-ozAQAAMAAJ>. Citado 2 vezes nas páginas 9 e 28.
- ROGOFF, K. The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. *The Quarterly Journal of Economics*, nov. 1985. Citado 6 vezes nas páginas 8, 9, 10, 12, 14 e 26.
- ROGOFF, K.; SIBERT, A. Elections and Macroeconomic Policy Cycles. *The Review of Economic Studies*, v. 55, n. 1, p. 1, jan. 1988. ISSN 00346527. Disponível em: <<https://academic.oup.com/restud/article-lookup/doi/10.2307/2297526>>. Citado na página 13.
- SADDI, J. *O poder e o cofre: repensando o Banco Central*. São Paulo: Texto Novo, 1997. Citado na página 24.
- VIANNA, M. L. T. W. *A Administração do Milagre: O Conselho Monetário Nacional 1964-1974*. Rio de Janeiro: Vozes, 1987. Citado na página 17.

Apêndices

APÊNDICE A – Dados

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Alemanha	1,7	1,5	1,6	2,3	2,6	0,3	1,1	2,1	2	1,5	0,9	0,5
Austrália	2,3	2,7	3,6	2,3	4,4	1,8	2,9	3,3	1,8	2,4	2,5	1,5
Áustria	2,1	2,3	1,4	2,2	3,2	0,5	1,8	3,3	2,5	2	1,6	0,9
Bélgica	2,1	2,8	1,8	1,8	4,5	-0,1	2,2	3,5	2,8	1,1	0,3	0,6
Canadá	1,9	2,2	2	2,1	2,4	0,3	1,8	2,9	1,5	0,9	1,9	1,1
Coreia do Sul	3,6	2,8	2,2	2,5	4,7	2,8	2,9	4	2,2	1,3	1,3	0,7
Dinamarca	1,2	1,8	1,9	1,7	3,4	1,3	2,3	2,8	2,4	0,8	0,6	0,5
Espanha	3	3,4	3,5	2,8	4,1	-0,3	1,8	3,2	2,4	1,4	-0,2	-0,5
Estados Unidos	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,4	1,6	3,2	2,1	1,5	1,6	0,1
Finlândia	0,2	0,6	1,6	2,5	4,1	0	1,2	3,4	2,8	1,5	1	-0,2
França	2,1	1,7	1,7	1,5	2,8	0,1	1,5	2,1	2	0,9	0,5	0
Grécia	2,9	3,5	3,2	2,9	4,2	1,2	4,7	3,3	1,5	-0,9	-1,3	-1,7
Irlanda	2,2	2,4	3,9	4,9	4,1	-4,5	-0,9	2,6	1,7	0,5	0,2	-0,3
Islândia	3,2	4	6,7	5,1	12,7	12	5,4	4	5,2	3,9	2	1,6
Israel	-0,4	1,3	2,1	0,5	4,6	3,3	2,7	3,5	1,7	1,6	0,5	-0,6
Itália	2,2	2	2,1	1,8	3,3	0,8	1,5	2,8	3	1,2	0,2	0
Japão	0	-0,3	0,2	0,1	1,4	-1,4	-0,7	-0,3	-0,1	0,3	2,8	0,8
Luxemburgo	2,2	2,5	2,7	2,3	3,4	0,4	2,3	3,4	2,7	1,7	0,6	0,5
New Zealand	2,3	3	3,4	2,4	4	2,1	2,3	4	1,1	1,1	1,2	0,3
Noruega	0,5	1,5	2,3	0,7	3,8	2,2	2,4	1,3	0,7	2,1	2	2,2
Países Baixos	1,3	1,7	1,1	1,6	2,5	1,2	1,3	2,3	2,5	2,5	1	0,6
Portugal	2,4	2,3	3,1	2,5	2,6	-0,8	1,4	3,7	2,8	0,3	-0,3	0,5
Reino Unido	1,4	2,1	2,5	2,4	3,5	2	2,5	3,9	2,6	2,3	1,5	0,4
Suécia	0,4	0,5	1,4	2,2	3,4	-0,5	1,2	3	0,9	0	-0,2	0
Suíça	0,8	1,2	1,1	0,7	2,4	-0,5	0,7	0,2	-0,7	-0,2	0	-1,1

Tabela 1 – Taxas de inflação para países desenvolvidos da OCDE de 2004 a 2015. Fonte: Banco Mundial.

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Alemanha	0,2	1,3	2,8	2,7	4	5,1	4,5	2,7	1,7	1,4	1,9	0,9	0,6	1,4	2	1,4	1
Austrália	8,5	7,2	7,5	7,3	3,2	1	1,8	2	4,6	2,6	0,2	0,9	1,5	4,5	4,4	3	2,7
Austria	1,4	1,9	2,6	3,3	3,3	4	3,6	3	2,2	1,9	1,3	0,9	0,6	2,3	2,6	1,8	1,4
Belgium	1,6	1,2	3,1	3,4	3,2	2,4	2,8	2,4	1,5	2,1	1,6	0,9	1,1	2,5	2,5	1,6	1,6
Canada	4,4	4	5	4,8	5,6	1,5	1,9	0,2	2,1	1,6	1,6	1	1,7	2,7	2,5	2,3	2,8
Coréia do Sul	3	7,1	5,7	8,6	9,3	6,2	4,8	6,3	4,5	4,9	4,4	7,5	0,8	2,3	4,1	2,8	3,5
Denmark	4	4,5	4,8	2,6	2,4	2,1	1,3	2	2,1	2,1	2,2	1,8	2,5	2,9	2,3	2,4	2,1
Espanha	5,2	4,8	6,8	6,7	5,9	5,9	4,6	4,7	4,7	3,6	2	1,8	2,3	3,4	3,6	3,1	3
Estados Unidos	3,7	4,1	4,8	5,4	4,2	3	3	2,6	2,8	2,9	2,3	1,6	2,2	3,4	2,8	1,6	2,3
Finlândia	4,1	5,1	6,6	6,1	4,3	2,9	2,2	1,1	0,8	0,6	1,2	1,4	1,2	3	2,6	1,6	0,9
França	3,3	2,7	3,5	3,2	3,2	2,4	2,1	1,7	1,8	2	1,2	0,7	0,5	1,7	1,6	1,9	2,1
Grécia	16,4	13,5	13,7	20,4	19,5	15,9	14,4	10,9	8,9	8,2	5,5	4,8	2,6	3,2	3,4	3,6	3,5
Irlanda	3,2	2,1	4,1	3,3	3,2	3,1	1,5	2,3	2,5	1,8	1,5	2,4	1,6	5,6	4,9	4,6	3,5
Islândia	18,3	25,7	20,8	15,5	6,8	3,9	4	1,6	1,7	2,3	1,8	1,7	3,2	5,1	6,4	5,2	2,1
Israel	19,7	16,4	20,2	17,2	19	12	11	12,4	10	11,4	8,9	5,5	5,2	1,1	1,2	5,7	0,7
Itália	4,7	5,1	6,3	6,5	6,2	5,3	4,6	4,1	5,2	4	2	2	1,7	2,5	2,8	2,5	2,7
Japão	0,1	0,7	2,3	3,1	3,3	1,8	1,2	0,7	-0,1	0,1	1,7	0,7	-0,3	-0,7	-0,7	-0,9	-0,3
Luxemburgo	-0,1	1,4	3,4	3,3	3,1	3,2	3,6	2,2	1,9	1,2	1,4	1	1	3,2	2,7	2,1	2
New Zealand	15,7	6,4	5,7	6,1	2,6	1	1,3	1,7	3,8	2,3	1,2	1,3	-0,1	2,6	2,6	2,7	1,8
Noruega	8,7	6,7	4,5	4,1	3,4	2,3	2,3	1,4	2,5	1,3	2,6	2,3	2,4	3,1	3	1,3	2,5
Países Baixos	-0,7	0,7	1,1	2,5	3,2	3,2	2,6	2,8	1,9	2,1	2,1	2	2,2	2,4	4,2	3,3	2,1
Portugal	9,6	10,1	12,7	13,6	11,8	9,6	6,8	5,4	4,2	3,1	2,3	2,6	2,3	2,9	4,4	3,6	3,2
Reino Unido	4,1	4,2	5,8	8,1	7,5	4,6	2,6	2,2	2,7	2,9	2,2	1,8	1,8	1,2	1,5	1,5	1,4
Suécia	4,2	5,8	6,4	10,4	9,4	2,4	4,7	2,2	2,5	0,5	0,7	-0,3	0,5	0,9	2,4	2,2	1,9
Suíça	1,4	1,9	3,2	5,4	5,9	4	3,3	0,9	1,8	0,8	0,5	0	0,8	1,6	1	0,6	0,6

Tabela 2 – Taxas de inflação para para países desenvolvidos da OCDE de 1987 a 2003. Fonte: Banco Mundial.