



Consultoria Legislativa do Senado Federal

COORDENAÇÃO DE ESTUDOS

AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL

JOSUÉ A. PELLEGRINI

(www.josueap@senado.gov.br)

TEXTOS PARA DISCUSSÃO

16

Brasília, novembro / 2004

Contato: *conlegestudos@senado.gov.br*

O conteúdo deste trabalho é de responsabilidade do autor e não reflete necessariamente a opinião da Consultoria Legislativa do Senado Federal.

ÍNDICE

I – Introdução.....	
II – Histórico dos bancos centrais: da origem à autonomia.....	
III – Fundamentos teóricos da autonomia do banco central....	
IV – Avaliação empírica da autonomia do banco central.....	
V – Restrições à autonomia do banco central.....	
VI – Autonomia do Banco Central do Brasil.....	
VII – Conclusões	

RESUMO

Este texto trata da autonomia do banco central em relação ao governo. Depois do histórico dos bancos centrais, são analisados os fundamentos teóricos da autonomia, as pesquisas empíricas sobre os seus efeitos econômicos e alguns aspectos a serem considerados em caso de opção por este arranjo institucional. Em seguida, os resultados encontrados servem ao entendimento da autonomia do Banco Central do Brasil (Bacen).

De acordo com o fundamento teórico mais influente, a autonomia do banco central visa construir a credibilidade da política monetária e, assim, reduzir ou eliminar o viés inflacionário. Ao mesmo tempo, objetiva preservar a flexibilidade dessa política para que possa estabilizar a produção e a taxa de desemprego em torno das respectivas tendências de longo prazo.

Com vistas a encontrar o adequado equilíbrio entre credibilidade e flexibilidade da política monetária, a teoria recomenda delegar esta política a um banco central conservador, caracterizado pela prioridade conferida à estabilidade de preços. Entretanto, diante da possibilidade de excesso de conservadorismo, sugere-se também que o governo possa sobrestar as decisões do banco central, em situações econômicas excepcionais e mediante certos procedimentos, de tal modo a evitar a banalização da prerrogativa.

Quanto aos resultados encontrados pelas pesquisas empíricas a respeito dos efeitos econômicos da autonomia do banco central, não mostram conclusivamente se a opção é ou não conveniente para a sociedade. Países onde os bancos centrais possuem graus mais elevados de autonomia parecem apresentar níveis mais baixos de inflação.

Entretanto, não há consenso quanto ao tipo de relação entre estas duas variáveis. Ademais, mesmo que a autonomia tenha importante papel na determinação da inflação, há discordância se o fato se deve ao ganho de credibilidade trazido pela autonomia ou, simplesmente, ao maior peso conferido ao controle da inflação, em relação a outros objetivos.

Existem algumas preocupações a serem considerados na definição do tipo de inserção institucional do banco central. Graus acentuados de autonomia podem gerar certo viés antidemocrático, seja no sentido do excesso de conservadorismo do banco central em relação às preferências da sociedade, seja no sentido da existência de objetivos não explícitos derivados dos interesses da própria instituição ou de grupos influentes.

Outra preocupação é a possível incompatibilidade entre a gestão da política monetária e outras atribuições tradicionais do banco central, como a de garantidor da estabilidade do sistema financeiro ou de administrador do regime cambial. Trata-se novamente de uma questão não consensual. Registre-se, entretanto, que a experiência internacional aponta para a separação entre as funções relativas à política monetária e à estabilidade do sistema financeiro.

O desafio básico para o Brasil ou para qualquer país na escolha do arranjo institucional que estabeleça apropriadamente a relação entre o governo e o banco central reside em saber qual arranjo garante o adequado equilíbrio entre credibilidade e flexibilidade da política monetária e evita os potenciais riscos da concessão de autonomia apontados nesse texto.

Recomenda-se o seguinte arranjo institucional para o Bacen, conjugado ao regime de metas para a inflação:

estabilidade de preços como objetivo prioritário de longo prazo, garantida a compensação dos efeitos dos choques econômicos sobre a produção e a taxa de desemprego; autonomia instrumental por meio de mandatos fixos aos dirigentes; mecanismos de responsabilização para evitar os objetivos não explícitos; redução das atribuições; e prerrogativa do governo de impor diretrizes à política monetária. Esta prerrogativa deve ser exercida em situações econômicas excepcionais e com base em certos procedimentos, de tal modo a preservar a autonomia e garantir a credibilidade da política monetária.

Por fim, é importante notar que existem obstáculos mais complexos que a falta de autonomia do Bacen para se controlar definitivamente a inflação no Brasil, a exemplo da fragilidade fiscal e externa do país. Conforme indicam as pesquisas empíricas, a autonomia não apresenta resultados na ausência de suporte político às políticas e instituições requeridas para alcançar níveis apropriados de inflação.

AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL

I – INTRODUÇÃO

O tema da autonomia do Banco Central do Brasil (Bacen) ganhou relevância em alguns momentos da década de noventa, acompanhando a tendência internacional, bem como a discussão sobre a pendente regulamentação do sistema financeiro nacional.

Na presente década, o assunto ressurgiu, academicamente, como proposta para aperfeiçoar o regime de metas para a inflação. Em 2003, a alteração do art. 192 da Constituição Federal, permitindo a regulamentação “fatiada” do sistema financeiro, trouxe o tema para a arena política. Evidenciou-se, então, a divergência ainda existente sobre o tema que foi “congelado”, permanecendo, entretanto, latente na agenda do debate econômico.

Este texto visa subsidiar a discussão sobre a autonomia do Bacen. O texto está dividido em seis partes. Depois desta introdução, a segunda parte mostra o histórico da evolução dos bancos centrais; a terceira trata dos fundamentos teóricos da autonomia do banco central (ABC); a quarta aborda a avaliação empírica da ABC; a quinta discute as restrições à ABC; e a sexta, a mais extensa, analisa a autonomia do Bacen.

II – HISTÓRICO DOS BANCOS CENTRAIS: DA ORIGEM À AUTONOMIA

Percorreu-se um longo caminho até a conformação dos modernos bancos centrais, com características e atribuições relativamente similares na grande maioria das economias de mercado mais complexas. Cada país apresentou processo próprio devido às demandas trazidas pelas respectivas experiências de desenvolvimento, moldado especialmente pela relação entre estado e bancos¹.

¹ Esta parte é baseada em Goodhart (1989). Ver também Toniolo (1991).

A evolução remonta à segunda metade do século dezessete, quando o estado concedeu benefícios a algum banco, público ou privado, buscando facilidades de financiamento. Este foi o caso do Banco da Inglaterra, fundado em 1694, bem como dos seus congêneres na França, Suécia e Prússia. Entre os favores estava o monopólio da emissão de moeda, lembrando que, na época, qualquer banco que recebesse depósitos em metal precioso emitia certificados que funcionavam como dinheiro.

Noutros lugares, como parte do esforço de unificação, a exemplo da Itália, Alemanha e Suíça, a origem do banco central esteve associada à centralização do sistema monetário, para torná-lo minimamente racional, embora não se perdesse de vista as vantagens do financiamento ao estado.

Uma vez que algum banco passou a ocupar posição central no sistema financeiro, respaldado pelas relações especiais com o estado, assumiu naturalmente o papel de prestador de última instância das demais instituições financeiras, outra atribuição clássica dos bancos centrais, ao lado do financiamento ao estado.

A partir do papel de banco dos bancos, igualmente natural foi a incumbência do banco central de fiscalizar e regulamentar o sistema financeiro, para evitar que a segurança trazida pelo empréstimo de última instância resultasse em comportamento imprudente por parte dos demais bancos, o chamado risco moral. É válido notar também que a incompatibilidade entre o papel assumido pelo banco central e a atividade comercial propriamente dita que ainda mantinha foi decisiva para torná-lo público.

Dentre as funções atuais do banco central, a mais discutida certamente é a da gestão da política monetária. Entretanto, esse papel só passou a ser relevante muito recentemente, pois no final do século XIX as atenções continuavam voltadas para outras questões, como a conveniência do monopólio público da emissão de moeda.

O padrão-ouro, que vigorou até 1914, e o sistema de paridade com o dólar vigente no pós-guerra tornavam o espaço de atuação da política monetária limitado. No primeiro caso, a quantidade de moeda da economia era dada pelo fluxo líquido de ouro para o país; no segundo, o agregado monetário respondia à aquisição líquida de divisas requerida para manter a paridade com a moeda americana. Neste último caso, havia mais espaço para a atuação da política monetária, por causa da baixa mobilidade do capital.

Após o fim da paridade entre o ouro e o dólar no início da década de setenta, a gestão da política monetária ganhou relevo diante do maior espaço à discricionariedade. Vale lembrar que no mesmo período a

economia mundial apresentava fraco desempenho, graças à presença do fenômeno conhecido como estagflação, o que depunha contra o ativismo da política econômica de inspiração keynesiana, em voga desde os anos trinta, particularmente nas décadas de cinquenta e sessenta.

Neste contexto, respaldadas nos caminhos seguidos pela teoria econômica, tornaram-se mais freqüentes as experiências com a adoção de regras para a gestão da política monetária, tais como imposição de limites aos agregados monetários ou à evolução da taxa de câmbio.

Já no final dos anos oitenta e ao longo dos anos noventa, o destaque dirigiu-se à ABC, muitas vezes associada ao regime de metas para a inflação. Ainda que a orientação da teoria econômica tenha sido importante, mais decisivas foram as modificações institucionais verificadas em vários países, especialmente as preparatórias para a criação do banco central europeu, os acontecimentos no Reino Unido e a inusitada reforma feita na Nova Zelândia, além dos considerados bem sucedidos modelos americano e alemão.

Outros países desenvolvidos e em desenvolvimento na Europa, Ásia e América do Sul conferiram maior autonomia aos bancos centrais por meio do simples ajuste dos procedimentos operacionais da política monetária ou de modificações na legislação dos respectivos bancos centrais.

III. FUNDAMENTOS TEÓRICOS DA AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL

Existem pelo menos duas fundamentações teóricas para a ABC, não excludentes entre si. A mais influente baseia-se no viés inflacionário decorrente da falta de credibilidade da política monetária para perseguir a estabilidade de preços. A falta de credibilidade, por sua vez, deriva da busca discricionária de inúmeros objetivos, muitas vezes conflitantes com a estabilidade de preços.

A delegação da política monetária a um banco central autônomo visa conciliar a construção da credibilidade, o que requer ênfase na busca da estabilidade de preços, com a manutenção da flexibilidade necessária para manter o produto e a taxa de desemprego próximos da tendência de longo prazo.

A outra fundamentação teórica baseia-se na flutuação econômica decorrente do chamado ciclo econômico político. Os incentivos

trazidos pela democracia representativa são tais que resultam numa política monetária do tipo *stop and go*, com seus efeitos sobre o desempenho da inflação, produto e taxa de desemprego. A delegação da política monetária a um banco central autônomo visa reduzir a influência política e, por consequência, a flutuação econômica.

III.1 CREDIBILIDADE E FLEXIBILIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA

A corrente principal da teoria econômica considera que, no longo prazo, prevalece a hipótese da neutralidade da moeda. Por isso, a política monetária afeta apenas a inflação e o melhor resultado a ser alcançado é a estabilidade de preços, ainda que interpretada como pequena inflação².

No curto prazo, entretanto, o consenso afirma que a política monetária é capaz de afetar outras variáveis e, portanto, orientar-se por outros objetivos, como, por exemplo, a segurança das instituições financeiras, com o recurso à estabilidade da taxa de juros, ou a certo desempenho das contas externas, mediante a manipulação da taxa de câmbio.

Mais problemática, entretanto, é a existência de objetivos que, para serem alcançados, requerem inflação acima do esperado pelos agentes econômicos. Calvo (1978) enfatiza o financiamento do governo. Dada a alocação de ativos dos agentes econômicos, a inflação inesperada reduz o valor real dos passivos do governo não perfeitamente indexados, como a moeda e os títulos públicos, abrindo espaço para o financiamento público.

Kydland & Prescott (1977), por sua vez, analisam os objetivos relativos ao produto e à taxa de desemprego. Este trabalho tornou-se bastante influente ao introduzir o conceito de inconsistência temporal da política ótima, com base nas expectativas racionais e na teoria dos jogos. Posteriormente, destacaram-se dois trabalhos de Barro & Gordon (1983a, 1983b) que exploram as implicações do conceito sobre a credibilidade da política monetária e as possíveis soluções.

² Mishkin (2002, p. 197), adotando a definição de Alan Greenspan, considera que a inflação de até 3% ao ano pode ser considerada estabilidade de preços, pois, até este nível, não é levada em conta pelas famílias e empresas ao tomarem suas decisões corriqueiras. Sterne (2002, pp. 24-6) oferece referências com base na experiência internacional. Utiliza dados de inflação de 96 países entre 1970 e 1996 e os divide em cinco grupos de tamanhos iguais. O grupo de inflação muito baixa vai até a taxa de 3,8% ao ano; o segundo, de inflação baixa, até 7,4% ao ano; o terceiro, de inflação média, até 11,5% ao ano; o quarto, de inflação alta, até 19,7% ao ano; e o quinto, grupo de inflação muito alta, mais de 19,7% ao ano.

Como o produto e a taxa de desemprego estão fortemente associados, podem ser tratados conjuntamente. Considere-se o produto. No longo prazo, tende a crescer no ritmo do produto potencial, determinado pela disponibilidade de fatores de produção e pelo progresso tecnológico. A política monetária não afeta o produto potencial, mas pode visar certos níveis para o produto efetivo.

O problema surge quando a política monetária almeja produto superior ao produto potencial ou taxa de desemprego abaixo da taxa natural. A forma de conseguir estes objetivos é, novamente, criar inflação inesperada e, por conseqüência, reduzir os salários reais, dada certa rigidez dos contratos e/ou falta de informação no mercado de trabalho.

O contínuo recurso à inflação inesperada cria um “jogo” entre o governo, no caso o gestor da política monetária, e os agentes econômicos, pois estes, ao serem racionais, passam a incorporar as possíveis estratégias dos gestores nas suas expectativas. Como resultado, os “ganhos” iniciais em termos de produto e de taxa de desemprego são perdidos, pois os agentes econômicos ajustam suas decisões sobre a alocação de ativos, emprego, produção, etc. à inflação mais alta³.

A política monetária ótima consiste em preservar a estabilidade de preços, já que não há outro possível ganho duradouro. Entretanto, esta política sofre de inconsistência temporal, pois, a cada período, os gestores possuem o incentivo a abandoná-la para alcançar outros objetivos, ainda que temporários. Os agentes econômicos, por sua vez, conhecem a inconsistência e formam as suas expectativas de acordo. O resultado é o viés inflacionário, vale dizer, inflação superior ao nível compatível com a estabilidade de preços, sem qualquer ganho permanente.

A solução óbvia é o governo se comprometer com a política ótima, que é a estabilidade de preços. Entretanto, esta política não é consistente temporalmente e, por isso, não tem credibilidade. Os múltiplos e incompatíveis objetivos da política monetária não permitem que os agentes econômicos identifiquem a importância que o governo confere à estabilidade de preços em relação aos demais objetivos.

O monitoramento da política monetária pelos agentes econômicos poderia reduzir as incertezas. Entretanto, o próprio governo é, intencionalmente, pouco transparente, pois certos objetivos são alcançados

³ Cabe uma observação sobre o significado de curto e longo prazo. A demarcação entre os dois prazos é dada pelo horizonte no qual os efeitos da política monetária se resumem à inflação. O grau da rigidez de preços e salários e/ou o custo de acesso à informação podem tornar o curto prazo razoavelmente longo ou o longo prazo razoavelmente curto. Nos extremos, ou não há neutralidade da moeda ou não há nada que a política monetária possa fazer além de controlar a inflação, mesmo no curto prazo.

com inflação inesperada. Ademais, a análise das informações econômicas não é capaz de distinguir claramente o que resulta da deliberada ação do governo e o que resulta dos obstáculos normais à adequada gestão monetária. Além da simples imperícia, os gestores não conhecem satisfatoriamente os canais de transmissão da política monetária e os efeitos dos distúrbios econômicos.

Uma conseqüência importante da pouca credibilidade da política monetária é o maior custo requerido para manter a inflação baixa ou reduzi-la quando é considerada alta. O custo, também conhecido como taxa de sacrifício, mede a perda em termos de produção ou taxa de desemprego decorrente da política monetária voltada para o controle da inflação.

Se os agentes econômicos não acreditam na intenção da autoridade monetária, as expectativas inflacionárias não evoluem da forma desejada, o que obriga a uma política monetária mais restritiva comparativamente à situação em que a credibilidade é alta.

A solução para o viés inflacionário é alterar o regime em que a política monetária opera, de forma a eliminar a inconsistência temporal e, com isso, restabelecer a credibilidade. Duas formas não excludentes de lograr esta mudança são a criação de reputação e a adoção de regras.

A reputação é criada a partir da reiterada constatação por parte dos agentes econômicos de que a política monetária persegue a estabilidade de preços⁴. O tempo requerido para convencer a população de que o regime monetário efetivamente mudou depende de fatores, como o histórico inflacionário do país e os custos sociais do combate à inflação. Os agentes econômicos se convencem mais rapidamente quando constatam que o empenho no combate à inflação persiste, a despeito dos custos sociais.

As regras podem ser empregadas em vista do tempo e dos custos requeridos para criar a reputação. Elas especificam de antemão que a política monetária segue o objetivo da estabilidade de preços. Pode ser, por exemplo, aprovar percentual máximo para o aumento dos agregados monetários, conforme defendido por Milton Friedman. Outra alternativa é criar regras para a correção da taxa de câmbio ou, em casos extremos, a caixa de conversão (*currency board*) e a dolarização.

Enquanto procedimento operacional para a política monetária, cada um destes tipos de regras possui suas vantagens e desvantagens, que

⁴ Possivelmente, os primeiros a dar tratamento mais consistente à reputação foram Barro & Gordon (1983b). Blinder (1999) pesquisa a definição de credibilidade entre acadêmicos e gestores da política monetária e, apesar das muitas definições apresentadas, o ponto em comum é a forte associação entre a credibilidade e o grau de dedicação do governo à estabilidade de preços.

variam conforme o contexto em que são aplicadas⁵. Entretanto, a questão mais diretamente relacionada com o tema central aqui tratado é a seguinte: seja qual for a regra, há um dilema entre credibilidade e flexibilidade da política monetária.

A política monetária requer flexibilidade para manter o produto e a taxa natural de desemprego nos respectivos níveis de longo prazo. A flutuação destas variáveis ao redor da tendência de longo prazo se deve aos distúrbios econômicos, retratáveis pelos choques de oferta e de demanda⁶. O primeiro tipo de choque é o maior desafio, pois, quando negativo, eleva a inflação, ao mesmo tempo que reduz a produção e aumenta a taxa de desemprego. Por isto, obriga a política monetária a fazer escolhas com os custos associados.

É importante distinguir a política monetária que resulta no viés inflacionário discutida anteriormente da política monetária que opta por compensar os efeitos negativos dos choques de custos sobre a produção e a taxa de desemprego.

No primeiro caso, a inflação, causada pela própria política monetária, persiste alta ou ascende, e os ganhos em termos de produto e de taxa de desemprego são temporários; no segundo, a inflação, causada pela pressão de custos, retorna ao nível anterior ao choque, isolados os efeitos secundários do aumento inicial de custos, enquanto os efeitos sobre a produção e a taxa de desemprego são duradouros.

A formatação das regras depende da ênfase que se quer dar à credibilidade em detrimento da flexibilidade da política monetária. A credibilidade é tanto maior quanto mais evidente for a dedicação do governo à estabilidade de preços. Regras simples, diretamente associadas a este objetivo, são as mais indicadas, pois o cumprimento é facilmente

⁵ Os agregados monetários são os preferidos dos bancos centrais por serem mais factíveis de controle. Entretanto, eles possuem uma relação pouco visível com a inflação, o que reduz a capacidade de orientar as expectativas dos agentes econômicos. Ademais, a intermediação financeira passou por transformações nas últimas décadas que reduziram a capacidade de controle destes agregados. Quanto à taxa de câmbio, apesar do seu emprego com sucesso em casos mais graves de descontrole inflacionário, o uso prolongado parece levar a crescentes desequilíbrios econômicos e, por fim, a ajustamentos com elevados custos sociais.

⁶ Além dos choques causados pela própria política econômica, como aumento do déficit público, pelo lado da demanda, e aumento dos impostos indiretos, pelo lado da oferta, existem os choques causados por fatores externos ao governo ou mesmo à economia. Um exemplo de choque de demanda é a alteração do estado de ânimo dos agentes econômicos com o conseqüente impacto sobre os gastos de consumo e de investimento. Incluem-se entre os possíveis choques de custo o acentuado aumento do preço da energia ou de matérias-primas em geral, bem como a desvalorização cambial, que encarece o preço dos produtos importados e exportáveis.

verificável. É desejável ainda estabelecer obstáculos para a mudança ou o abandono da regra, como, por exemplo, a necessidade de aprovação legislativa.

Entretanto, regras simples são rígidas, incondicionais, o que retira a flexibilidade da política monetária para compensar os efeitos dos choques de oferta sobre a produção e a taxa de desemprego. Tal compensação requer regras flexíveis, dotadas de “cláusulas de escape” que incorporem as possíveis contingências. O problema é que tais regras são muito complexas, de difícil monitoramento pelos agentes econômicos. Há sempre a possibilidade de uma explicação *ad hoc* para o seu descumprimento. Em última instância, resulta na discricionariedade.

Conforme Alesina (1988), diante da impossibilidade da regra contingente perfeita, a opção entre regra simples ou discricionariedade depende da severidade do problema da inconsistência temporal e do grau de instabilidade que caracteriza o ambiente econômico, em especial quanto à frequência dos choques de oferta. Quanto mais severo o problema da inconsistência, mais indicada é a regra simples; quanto maior a sujeição da economia à instabilidade, mais indicada é a discricionariedade.

III.2 A PROPOSTA DA AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL

Segundo Walsh (1995a, p. 237): “O desafio do arranjo do banco central é equilibrar a necessidade de limitar a inflação média com a necessidade de manter suficiente flexibilidade para o banco central responder aos distúrbios econômicos.”⁷

Fisher (1995a, 1995b) identifica dois tipos de autonomia, na teoria: autonomia de objetivos e autonomia instrumental (ou operacional). No primeiro caso, o banco central decide seus objetivos e utiliza os instrumentos de modo a alcançá-los. No segundo, os objetivos são dados pelo governo, e a autonomia do banco central se restringe ao uso dos instrumentos para alcançar as determinações.

Embora a classificação seja útil como referência, os arranjos institucionais seguidos pelos países apresentam variadas combinações. Ademais, por vezes mesclam-se à adoção de regras. É comum, por

⁷ Os argumentos favoráveis à ABC tomam como certas as noções de curto e longo prazo, neutralidade da moeda, produto potencial e taxa natural de desemprego, todas aceitas pela corrente principal da teoria econômica. Cabe registrar, entretanto, que determinadas correntes da teoria econômica não concordam com estes conceitos, o que, certamente, torna a aceitação da ABC bem mais problemática, conforme mostra Carvalho (1995).

exemplo, bancos centrais com autonomia de objetivos adotarem regras para os agregados monetários. A reputação, por sua vez, é desejável em qualquer caso.

O primeiro a propor a autonomia de objetivos foi Rogoff (1985). Para eliminar a inconsistência temporal e criar a credibilidade da política monetária, esta é delegada ao banco central com preferências diferentes do restante do governo (e da sociedade), no sentido de conferir peso maior à estabilidade de preços relativamente a outros objetivos.

A autonomia precisa ser garantida para que as preferências do banco central, e não as do governo, orientem a política monetária. Tal garantia pode ser obtida pela legislação, prevendo, por exemplo, restrições à demissão dos dirigentes do banco central e limitação da interferência do governo nas instâncias decisórias. Seja qual for o arranjo, entretanto, sem autonomia na prática, vale a crítica de McCallum (1997) de que a delegação da política monetária apenas recoloca a inconsistência temporal, agora dentro do banco central.

A proposta de Rogoff (1985) ficou conhecida como “banco central conservador”. De fato, é usual encontrar dirigentes de bancos centrais com preferências diferentes do restante da sociedade e mesmo do governo que os nomeou. O fato possui duas interpretações. A primeira é personalista e entende que os dirigentes do banco central são realmente mais conservadores. A segunda é institucional e julga que os dirigentes possuem as mesmas preferências do governo e da sociedade, mas recebem a incumbência de serem mais conservadores.

Neste segundo caso, é preciso garantir que os dirigentes sejam, de fato, mais conservadores, o que se consegue estabelecendo no estatuto do banco central a prioridade à estabilidade de preços. Com este mandato, embora a autonomia de objetivos seja restringida, há ainda ampla discricionariedade para o banco central decidir a ênfase no combate à inflação, relativamente à preocupação com a produção e a taxa de desemprego.

O “banco central conservador” traz, entretanto, um risco importante, expresso pelo próprio Rogoff (1985): o risco da ênfase excessiva no objetivo da estabilidade de preços, o que leva à perda de flexibilidade da política monetária e à despreocupação com os efeitos dos choques de oferta sobre a produção e a taxa de desemprego.

Lohmann (1992) propõe como solução diminuir a autonomia do “banco central conservador”: na presença de choques de oferta com efeitos importantes sobre a produção e a taxa de desemprego, as decisões do governo se sobrepõem às do banco central.

A proposta sujeita a ABC, portanto, a uma espécie de regra com cláusula de escape. Como tal há o risco de perda de credibilidade. Por isso, Lohmann (1992) afirma que a opção conferida ao governo deve estar associada a algum custo. Um possível custo é tornar pública a avaliação dos dois lados e, por conseqüência, a responsabilidade pelo curso futuro dos acontecimentos. Procedimentos para a solução pública de conflitos entre o governo e o banco central podem ser institucionalizados ou simplesmente desenvolvidos na prática.

Exemplo normalmente apontado para ilustrar a autonomia limitada de objetivos é o banco central alemão (Bundesbank), com suas características fundamentais: estatuto que confere prioridade à estabilidade de preços, discricionariedade para compatibilizar a prioridade com certos objetivos para a produção e a taxa de desemprego e mandato fixo e longo dos dirigentes.

De Haan (1997) analisa o Banco Central Europeu e conclui que ele herdou as características básicas do modelo alemão. Acredita, entretanto, que o arranjo escolhido deverá resultar em exagerado viés conservador, superior ao do banco alemão.

Cabe registro ao modelo holandês, que, antes da adesão à união monetária européia, possuía um interessante sistema de resolução pública de conflitos entre o governo e o banco central, de certa forma reproduzindo a proposta de Lohmann (1992).

O banco central americano (FED) diferencia-se pela inexistência de objetivo preferencial a ser perseguido. Alguns autores como Hetzel (1990) apontam um aparente paradoxo. A inexistência de objetivo preferencial parece tornar o banco central ainda mais autônomo. Entretanto, o efeito pode ser exatamente o oposto, ao aumentar a exposição do banco central a várias pressões, sejam as intermediadas pelo sistema político, sejam as exercidas diretamente pelos grupos de interesse.

Possivelmente, os primeiros trabalhos teóricos a fundamentarem a autonomia de instrumentos foram Walsh (1995b) e Persson & Tabellini (1994). Na tentativa de eliminar o dilema entre credibilidade e flexibilidade, utilizam as ferramentas da teoria do agente-principal. Os autores derivam contratos ótimos a serem firmados entre o governo e o banco central.

A complexidade dos contratos depende das suposições a respeito do funcionamento da economia. Se as preferências dos dirigentes do banco central são as mesmas do governo e da sociedade, o contrato assume a sua versão mais simples: impor uma penalidade (ou recompensa) ao banco central que é proporcional à inflação observada. A intenção é

criar incentivos que eliminem a inconsistência temporal da política monetária e, por consequência, o viés inflacionário da economia.

Teoricamente, o incentivo financeiro é o que mais se aproxima do contrato proposto. Na prática, outros “incentivos” mais plausíveis podem acompanhar continuamente a inflação, como a probabilidade de perda do cargo, a imagem profissional dos dirigentes, o tamanho do orçamento do banco central e o apoio político à autonomia da instituição.

No entendimento de Fischer (1995a, 1995b), a autonomia de instrumentos está fortemente associada ao regime de metas para a inflação, embora sejam duas opções distintas. Ambos almejam eliminar a inconsistência temporal e construir a credibilidade da política monetária.

A meta é o objetivo quantitativo e público proposto pelo governo ao banco central e serve para coordenar as expectativas de forma compatível com a trajetória desejada, facilitada pela visibilidade que a meta possui junto aos agentes econômicos. A autonomia de instrumentos permite ao banco central usar os seus instrumentos de forma a se antecipar a qualquer desvio relevante entre a previsão de inflação e a meta estipulada.

De fato, o contrato ótimo de Walsh (1995b) e Persson & Tabellini (1994) pode ser interpretado como a adoção de uma meta para a inflação. Basta o incentivo ser proporcional à distância da meta escolhida. Svensson (1995), por sua vez, reinterpreta a proposta de Rogoff (1985) para igualá-la ao contrato ótimo no que tange à capacidade de enfrentar o dilema entre credibilidade e flexibilidade. Neste caso, o conservadorismo do banco central não está expresso no peso conferido à estabilidade de preços, mas, sim, na existência de uma meta de inflação inferior à desejada pelo governo ou pela sociedade.

Seja qual for a interpretação, entretanto, há consenso entre estes autores de que a opção pela autonomia instrumental, integrada à adoção de metas para a inflação, não significa que o banco central deva deixar de se preocupar com o efeito dos choques de oferta sobre a produção e a taxa de desemprego.

Existem quatro mecanismos para acomodar os efeitos dos choques de oferta sem perder o compromisso com a meta para a inflação: a) intervalo dentro do qual a meta pode ser considerada cumprida; b) cláusula de escape que permite o descumprimento temporário da meta; c) meta baseada em índices de inflação expurgados de certos preços; d) prazo longo para o cumprimento da meta. Há ainda a possibilidade da revisão da meta se estes mecanismos não forem empregados ou forem insuficientes.

Evidentemente, ao ser formatada com muita flexibilidade, a meta de inflação prejudica a construção da credibilidade. O problema pode

ser evitado, mediante a transparência da relação entre o governo e o banco central, em particular no caso da revisão da meta, além da transparência da política monetária de forma geral, o que inclui a ampla comunicação entre o banco central e os agentes econômicos. A comunicação é particularmente útil para justificar o desvio do objetivo inicial e para mostrar como se pretende alcançá-lo, ainda que em um prazo mais longo.

Nos últimos quinze anos, crescente número de países adotou metas para a inflação, a partir do inusitado modelo seguido pela Nova Zelândia, em 1990. Existem, entretanto, diferenças importantes. Alguns promoveram significativas modificações na legislação que regula a relação entre o governo e o banco central; outros países limitaram-se a ajustes nos procedimentos operacionais da política monetária⁸.

Na Nova Zelândia, houve profunda alteração na legislação. O banco central recebeu o mandato legal para alcançar a estabilidade de preços. Esta, bem como o prazo requerido para alcançá-la, são definidos em um contrato firmado entre o banco e o governo. Normalmente, considera-se o mandato cumprido se a inflação fica abaixo de 3% ao ano, ao término do prazo acordado. O banco central possui total liberdade instrumental para alcançá-la.

O contrato prevê também em que situação a meta pode deixar de ser cumprida, geralmente, envolvendo algum choque de oferta. A meta pode também ser renegociada desde que outra seja anunciada publicamente. O descumprimento da meta sem justificativa convincente do presidente do banco central ao ministro da fazenda pode levar à demissão do primeiro.

Bernanke, Laubach, Mishkin & Posen (1999) analisam a adoção do regime de metas para a inflação em vários países. Em alguns deles, como Canadá (cap. 6) e Suécia (cap. 8), a mudança centrou-se mais na reformulação do procedimento operacional da política monetária. No Reino Unido (cap. 7), o regime foi adotado ao final de 1992, depois da turbulenta saída do Mecanismo de Taxa de Câmbio Europeu, a exemplo do caso sueco. Entretanto, a autonomia instrumental do banco central veio apenas em maio de 1997.

⁸ Fraga, Goldfajn e Minella (2003, p. 6) incluem os seguintes países na lista dos que adotam o regime de metas para a inflação, além da Nova Zelândia (1990): entre os desenvolvidos estão Canadá (1991), Reino Unido (1992), Suécia e Austrália (1993), Suíça (2000) e Islândia e Noruega (2001); entre os países em desenvolvimento se incluem Chile (1991), Israel (1992), Peru (1994), Coreia do Sul, República Tcheca e Polônia (1998), México, Brasil e Colômbia (1999), África do Sul e Tailândia (2000) e Hungria (2001).

Diante da experiência variada e do tratamento vago dado pelos trabalhos teóricos, é pouco clara a tradução institucional da autonomia instrumental do banco central nos regimes de metas para a inflação. Mishkin (2004, pp. 11-3) destaca três pontos importantes: a) proibição do financiamento do governo; b) definição do uso dos instrumentos sem interferência do governo; c) mandatos longos e protegidos da demissão arbitrária. Esses quesitos são acompanhados da definição do objetivo de longo prazo do banco central: estabilidade de preços.

Mishkin (2004) afirma que esses quesitos devem estar previstos em lei. Entretanto, afirma ser ainda mais importante o compromisso da sociedade e dos políticos, pois, caso contrário, a lei não é aplicável. Cita os casos do Canadá e da Argentina. A análise da lei leva à conclusão de que o segundo país possui um banco central mais autônomo. Na prática, entretanto, o banco central do Canadá é bem mais autônomo.

III.3 POLÍTICA E AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL

Até aqui, os gestores da política monetária foram tratados como planejadores sociais hipotéticos. Entretanto, esses gestores são escolhidos dentro das regras da democracia representativa e, presume-se, agem de acordo com os incentivos decorrentes dessas regras. Em outras palavras, os políticos eleitos podem determinar ou, pelo menos, influenciar a política monetária, no sentido de torná-la diferente da gestão exclusivamente técnica.

A introdução da política reforça o conceito de inconsistência temporal e o problema de credibilidade da política monetária. McCallum (1997) não crê que um banco central aja “futilmente” como prevê a noção de inconsistência temporal. Vale dizer, o banco não cria inflação inesperada apenas para conseguir resultados temporários. Blinder (1997), acadêmico e ex-dirigente do FED, também não julga que o banco central adote esse procedimento.

Introduzida a política, entretanto, a existência de inconsistência temporal é mais defensável. Como os políticos são eleitos, devem satisfazer aos seus eleitores. Parece razoável acreditar que, diante de uma taxa natural de desemprego elevada, a política monetária seja utilizada para reduzir a taxa de desemprego abaixo da natural, ainda que o efeito seja apenas temporário ou à custa de inflação crescente. Assim, a política reforça a proposta da ABC, pois esta pode reduzir o problema da inconsistência temporal.

A importância da política para o tema da ABC não depende, entretanto, da crença na existência da inconsistência temporal. McCallum e Blinder, por exemplo, são favoráveis à ABC. Na verdade, a política, em si, é outro argumento favorável a esse arranjo. Há tempo está consagrado entre muitos economistas o entendimento de que a política tem sua própria racionalidade e impõe à política monetária objetivos e horizontes diferentes dos tecnicamente recomendáveis. Esta parece ser a justificativa que fundamentou os casos mais antigos de autonomia, como o do FED.

Blinder (1998, pp. 56-7) expressa bem essa visão: “Então, se os políticos fazem política monetária na base do dia-a-dia, a tentação de visar ganhos de curto prazo às expensas do futuro (isto é, inflacionar demais) é difícil de resistir. Sabendo disso, muitos governos freqüentemente tentam despolitizar a política monetária colocando-a, por exemplo, nas mãos de tecnocratas não eleitos com mandatos longos e isolados do agito da política.”

Somente no final dos anos oitenta consolidou-se a fundamentação teórica para a relação entre política, política monetária e banco central, a partir dos modelos de ciclo econômico político (*political business cycle*). Drazen (2002, cap. 7) apresenta uma visão geral desses modelos, dos quais dois se destacam: o motivado pelo cargo (*office-motived*) e o partidário (*partisan*).

No primeiro modelo, os políticos utilizam os instrumentos de política monetária para aumentar a produção e reduzir a taxa de desemprego antes das eleições, com o objetivo de influenciar o eleitorado e ampliar as chances de se manterem no cargo. Após as eleições, a inflação e a taxa de desemprego sobem e a produção cai. No segundo modelo, a existência de partidos com preferências distintas em termos de estabilidade de preços, de um lado, e produção e taxa de desemprego, de outro, resulta em diferentes desempenhos para estas variáveis, conforme o partido no governo.

Os trabalhos de Alesina (1987 e 1988) tiveram grande repercussão dentro e mesmo fora da academia. Neles, introduz expectativas racionais no modelo partidário. O resultado econômico antecipado pelo modelo é a alteração da produção e da taxa de desemprego na primeira parte do mandato, tanto mais intensa quanto maior a imprevisibilidade do resultado das eleições⁹. Na segunda parte do mandato, com o pleno conhecimento do partido no governo, não há diferenças no desempenho da taxa de desemprego e da produção, independentemente do partido no

⁹ Com expectativas racionais, se houvesse certeza da vitória do partido que valoriza mais a redução da taxa de desemprego, os agentes econômicos incorporariam nas suas expectativas inflação mais alta e o efeito sobre a taxa de desemprego seria nulo.

governo. Quanto à inflação, é mais alta em todo o mandato do partido que valoriza menos a estabilidade de preços e mais baixa no mandato do partido que a valoriza mais.

Em síntese, o ciclo econômico político resulta na interferência da racionalidade política sobre a gestão da política monetária e, por fim, na flutuação econômica. Esse resultado decorre do empenho dos partidos em fazer valer as suas preferências, mas não é o resultado desejado por eles. Por isso, há incentivo para negociar uma solução intermediária.

Certa forma de viabilizar o meio termo é delegar a política monetária ao banco central autônomo com preferências em termos de inflação, taxa de desemprego e produção acertadas entre os partidos. Waller (1989 e 1992) desenvolve os trabalhos de Alesina (1987 e 1988) e conclui que uma possível maneira de diluir o efeito da alternância partidária sobre a flutuação econômica é estabelecer mandatos longos e escalonados para os dirigentes do banco central.

Interessante notar ser desnecessário que o banco central objetive preferencialmente a estabilidade de preços, já que o problema não é o viés inflacionário, mas, sim, a flutuação econômica, a menos que os dois problemas estejam presentes.

Alesina (1995, p. 293) afirma que a introdução da política reforça o argumento favorável à ABC, mas a autonomia de objetivos, não a instrumental. Esta última não permite isolar a política monetária, justamente por serem os políticos a escolherem os objetivos. A respeito da meta para a inflação, afirma: “Primeiro, o que acontece se os políticos não escolherem a regra correta? Presumivelmente, o banco central terá que seguir a regra “errada”. Segundo, o que acontece se os diferentes governos escolhem diferentes regras? Seria impossível ao banco central isolar a política monetária das incertezas políticas.”

Existe claramente um dilema entre a necessidade de isolar os efeitos da interferência da política na gestão da política monetária e a responsabilização dos gestores diante da sociedade. A responsabilização é importante para que a política monetária leve ao bem estar social e não ao excesso de conservadorismo ou à defesa de interesses pouco claros. Esta questão será tratada adiante.

IV – AVALIAÇÃO EMPÍRICA DA AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL

Inúmeros trabalhos foram desenvolvidos para testar empiricamente se a ABC gera bons resultados para a economia. A tarefa levou à necessidade de enfrentar o desafio da mensuração da ABC. Os primeiros resultados encontrados indicaram relação estatisticamente relevante e inversamente proporcional entre grau de ABC e inflação. Estes resultados, juntamente com os fundamentos teóricos desenvolvidos, trouxeram grande entusiasmo à proposta de ABC durante a década de noventa.

Entretanto, as pesquisas que se seguiram aos trabalhos clássicos iniciais não foram tão favoráveis. A mensuração da ABC foi questionada e a relação entre ABC e inflação, reinterpretada. Ademais, os ganhos de credibilidade esperados com a adoção desse arranjo institucional não foram confirmados.

IV. 1 A MENSURAÇÃO DA AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL

Em um trabalho clássico, Cukierman, Webb & Neyapti (1992) buscam mensurar a ABC por meio da análise da legislação dos países. O grau de autonomia é julgado em função da presença nas normas de quesitos considerados importantes, relativos, por exemplo, à definição clara do objetivo da política monetária ou à relação entre o banco central e o governo.

Entretanto, esse caminho revela apenas a chamada autonomia legal e não a de fato. Os autores entendem que o primeiro tipo de autonomia é condição necessária para a segunda, mas não suficiente. Para verificar a autonomia de fato utilizam métodos variados, como o emprego de questionários e a verificação de aspectos comportamentais.

Quanto à autonomia formal, os autores recorrem a informações de 72 países, sendo 21 economias desenvolvidas. Dividem a legislação em quatro grupos: característica do mandato do presidente (duração, nomeação e demissão); localização da decisão final sobre a política monetária e os procedimentos para a solução de conflitos entre o banco central e o governo; importância relativa do controle da inflação entre os objetivos da autoridade monetária; limites a obrigações de empréstimos ao governo, instituições financeiras e outros. Os grupos são associados a avaliações e a pesos para mensurar a autonomia legal de cada país.

No que tange à autonomia de fato, os autores recorrem à rotatividade do presidente do banco central. Alta rotatividade indica falta de autonomia, embora valores muito baixos possam indicar submissão da autoridade monetária. Cukierman, Webb & Neyapti (1992) empregam ainda questionários que foram respondidos por técnicos dos bancos centrais de 23 nações, visando testar se a autonomia prevista nas respectivas legislações funciona na prática. Os questionários são igualmente associados a números para mensurar a autonomia de fato de cada país.

Outro trabalho importante é o de Grilli, Masciandaro & Tabellini (1991) que analisa apenas aspectos legais de 18 países desenvolvidos, dividindo a autonomia em econômica e política. Estes dois conceitos são similares aos de autonomia de instrumentos e de objetivos, respectivamente.

O grau de autonomia econômica é avaliado com base no responsável pela definição da taxa de juros e no tipo de relação estabelecida entre o banco central e o governo. Neste último caso, observa-se se há concessão de crédito ao governo ou compra de títulos públicos, seja diretamente, no mercado primário; seja indiretamente, com a participação do banco central na supervisão das instituições financeiras, o que pode levar a exigências de carteiras com maior presença de títulos públicos.

O grau de autonomia política envolve aspectos como duração do mandato e a forma de escolha do presidente e dos diretores do banco central, necessidade ou não de o governo aprovar a política monetária, existência de mecanismos de solução de conflito entre o governo e o banco central, referência explícita no estatuto do banco central à responsabilidade pela estabilidade de preços.

IV. 2 RESULTADOS ENCONTRADOS

O resultado mais importante encontrado por esses dois estudos clássicos é a relação inversa e estatisticamente relevante entre a ABC, de um lado, e a inflação e, em menor medida, a variação da inflação, de outro. O resultado é favorável mesmo quando considerados os possíveis efeitos de outras variáveis sobre a inflação, conforme mostram Eijffinger & De Haan (1996, p. 31).

Dois trabalhos buscam analisar separadamente a capacidade da autonomia instrumental e a de objetivos para explicar a inflação. Debelle & Fischer (1995), como base nos índices de Grilli, Masciandaro & Tabellini (1991), concluem que a autonomia de instrumentos é relevante, enquanto a autonomia de objetivos é importante apenas quando reduzida ao

questo “presença da estabilidade de preços entre os objetivos do banco central”.

De Haan (1995) parte dos índices de Cukierman, Webb & Neyapti (1992) e chega apenas à relevância da autonomia instrumental, entendida basicamente como o segundo grupo de variáveis empregado por estes autores: o banco central toma a decisão final sobre a política monetária e há procedimentos para a solução de conflitos com o governo.

Há que se registrar, ainda, uma conclusão importante no trabalho de Cukierman, Webb & Neyapti (1992) relacionada aos países em desenvolvimento. Neste último grupo, diferentemente dos países desenvolvidos, não se constata relação inversa significativa entre inflação e autonomia legal, mas, sim, relação direta entre inflação e autonomia de fato, medida pela rotatividade do presidente do banco central. A pouca importância da autonomia legal é interpretada como decorrente da baixa aderência da prática às normas, comparativamente ao verificado em países desenvolvidos.

Gutiérrez (2003) analisa os países da América Latina e do Caribe e conclui que a relação inversa entre ABC e inflação pode ser encontrada quando se utiliza a constituição em vez das leis para verificar a autonomia legal dos bancos centrais.

Alguns autores levantam dúvidas importantes quanto ao sucesso de trabalhos como os de Cukierman, Webb & Neyapti (1992) e de Grilli, Masciandaro & Tabellini (1991) terem superado o desafio de mensurar a ABC. De fato, os trabalhos teóricos são em geral muito vagos quanto à tradução institucional de suas proposições abstratas, o que dificulta saber exatamente quais as características relevantes para avaliar a existência de autonomia.

Além disso, segundo Mangano (1998), os índices de ABC mais empregados possuem elevado grau de subjetividade, conforme se depreende das grandes distinções de interpretação da legislação de cada país, bem como dos elementos considerados mais relevantes para definir a autonomia. Como resultado, a classificação dos países em termos de grau de autonomia mostra importantes diferenças quando os índices são comparados. Eijffinger & De Haan (1996, capítulo 3) apontam igualmente certa incompatibilidade entre os índices e questionam os métodos empregados para mensurar a autonomia de fato.

Outros autores reinterpretam a relação causal entre grau de ABC e inflação. Mesmo Cukierman, Webb & Neyapti (1992) apontam a possível existência de circularidade entre a ABC e a inflação, ou seja, o histórico de inflação pode também condicionar o grau de ABC. Neste caso, o tipo de relação não é claro. A inflação elevada reduz o espaço para a

adoção de uma política monetária autônoma, mas pode também conscientizar a sociedade dos seus malefícios, o que leva ao suporte político para a ABC. A indexação, por sua vez, ao facilitar a convivência com a inflação, pode reduzir esse suporte.

Posen (1995) argumenta que o grau de ABC e a inflação evoluem de forma inversamente proporcional, não porque aquele seja relevante para explicar esta, mas porque ambos são explicados por uma terceira variável. Trata-se da aversão à inflação da sociedade ou de certos grupos poderosos.

Assim, a opção por determinados arranjos institucionais, como a ABC, é endogenamente dada pelo suporte político decorrente de certas preferências da sociedade ou de determinados grupos. Sem esse suporte não há ABC, especialmente a de fato, e nem inflação baixa. O exemplo alemão mostra como dolorosas experiências com bruscos descontroles inflacionários criam forte aversão da sociedade à inflação.

Posen (1995) argumenta que os sistemas financeiros possuem aversão à inflação e, quando são poderosos, fornecem o suporte político para a ABC. Utilizando índices para medir a oposição do sistema financeiro à inflação, o autor encontra relação positiva desse índice com os índices de ABC de Cukierman, Webb & Neyapti (1992) e relação inversa com a inflação.

Alesina (1995, pp. 290-2) critica esse resultado, ao afirmar que os índices de Posen incluem fatores como federalismo e número de partidos políticos, os quais podem estar diretamente relacionados com a inflação, sem necessariamente envolver o sistema financeiro. Ademais, os resultados de Posen (1995) dependem do indicador de ABC utilizado.

Outra observação importante é a dificuldade de explicar a aversão do sistema financeiro ao aumento da inflação. De fato, a posterior necessidade de elevar a taxa real de juros para controlar a inflação pode prejudicar as instituições financeiras com descasamento de prazo entre passivo e ativo, além de elevar a inadimplência. Entretanto, taxas de juros mais altas facilitam o aumento do *spread* e a inflação mais alta eleva os ganhos das instituições com a aplicação dos depósitos não remunerados.

Daunfeldt & Luna (2003) analisam 23 países desenvolvidos e concluem que em grande parte deles a queda da inflação se deu antes das mudanças de legislação que garantiram maior ABC. Este resultado parece compatível com idéia de que primeiro surge o suporte político contra a inflação elevada e as medidas requeridas para reduzi-la e, depois, há a opção pela ABC como parte de um arranjo destinado a manter a inflação baixa.

Além da relação empírica entre a ABC e a inflação, outra questão importante é a relação entre a ABC e as variáveis reais, pois, como visto na parte teórica, os argumentos em favor da autonomia envolvem também essas variáveis. A este respeito, pode-se dizer que de forma geral não foram encontradas relações estatisticamente relevantes entre a ABC e variáveis como produção e taxa de desemprego. Essa constatação pode ser interpretada favoravelmente ou contrariamente à ABC.

Quanto ao entendimento favorável, o resultado permite afirmar que a ABC é um “almoço grátis”, como em Alesina & Summers (1993), pois resulta em menor inflação, sem gerar efeitos negativos sobre a produção e a taxa de desemprego. Entretanto, a importância da ABC reside no efeito indireto sobre o crescimento econômico que, presumivelmente, beneficia-se num contexto de inflação baixa e estável.

Cabe um comentário para cada uma destas perspectivas. O “almoço grátis” parece contraditório com o “banco central conservador” que, segundo o próprio Rogoff (1985), ao dar preferência à estabilidade de preços, preocupa-se menos em compensar eventuais reduções da produção e da taxa de desemprego.

A contradição pode ser eliminada de dois modos. O primeiro é considerar os efeitos do ciclo político sobre a flutuação econômica. Alesina & Gatti (1995) constatam que a ABC reduz estes efeitos e, assim, compensa os efeitos indesejáveis previstos por Rogoff. O segundo é interpretar o “banco central conservador” por meio da meta de inflação, como Svensson (1995), o que, segundo este autor, não implica nesses efeitos indesejáveis.

Segundo Eijffinger & De Haan (1996, p. 38), a dificuldade de encontrar relação entre o grau de ABC e o crescimento econômico pode decorrer dos dois possíveis efeitos da ABC sobre a taxa de juros, efeitos esses com direções opostas. De um lado, a baixa inflação decorrente da ABC pode levar ao aumento da taxa real de juros; de outro, a maior estabilidade da inflação trazida pela ABC reduz o prêmio de risco e, por consequência, a taxa real de juros.

Possivelmente, o resultado empírico que mais compromete a proposta de ABC seja a ausência de evidências claras de que leve à redução do custo das políticas destinadas a controlar a inflação, custo esse medido em termos de perda de produção ou taxa de desemprego.

Trata-se de uma constatação bastante importante, pois cabe lembrar que, segundo o principal fundamento teórico da ABC, a autonomia visa elevar a credibilidade da política monetária para perseguir a estabilidade de preços. O “bônus” de credibilidade, por sua vez, permite que, diante do anúncio da política monetária mais restritiva, a convergência

das expectativas à inflação desejada seja mais rápida, reduzindo os efeitos negativos sobre a produção e a taxa de desemprego. Como “custa” menos à sociedade controlar a inflação com a ABC, a relação entre esta e a inflação é inversamente proporcional.

As pesquisas, no entanto, usualmente, encontram relação diretamente proporcional entre o grau de ABC e o custo do controle da inflação, conforme mostra o levantamento feito por Eijffinger & De Haan (1996, pp.37-8). Entre os trabalhos aí incluídos está, por exemplo, o citado resultado encontrado por Debelle & Fischer (1995). Esses autores constatam que o custo do controle da inflação é maior na Alemanha do que nos EUA. O banco alemão usualmente ocupa a mais alta posição na classificação por grau de autonomia.

Esse resultado pode ser explicado do seguinte modo: a ABC alonga o prazo dos contratos ao tornar a inflação mais baixa e previsível. Com isso, aumenta a rigidez nominal da economia, recrudescendo a recessão requerida para reduzir a inflação.

De acordo com Alesina (1995, p. 294), esse resultado depõe favoravelmente à proposta de ABC, pois como a autonomia disciplina a inflação, torna-se pouco relevante o custo de controlá-la. Ademais, o aumento da rigidez nominal da economia reduz o custo, em termos de inflação, da reação da política monetária aos efeitos negativos do choque de oferta sobre a produção e a taxa de desemprego.

Posen (1998), entretanto, analisa 17 países desenvolvidos e, além de também concluir que o custo de controlar a inflação é tanto mais alto quanto maior o grau de ABC, constata não haver evidências de que a autonomia mude o padrão de comportamento dos agentes econômicos, expresso, por exemplo, no alongamento do prazo dos contratos. Como consequência, se há relação entre ABC e inflação, não se deve ao “bônus” de credibilidade.

Tal relação, ainda segundo Posen (1998), deve decorrer do maior peso que a ABC confere ao controle da inflação relativamente a outras considerações, o que, por sua vez, sustenta-se no suporte político derivado da aversão da sociedade ou de certos grupos influentes à inflação.

Como se pode ver, os resultados empíricos a respeito dos efeitos econômicos da ABC são controversos. Entretanto, o conjunto desses resultados parece ser compatível com as seguintes afirmações: a) a ABC não existe de fato sem o suporte político a políticas e instituições voltadas para a estabilidade de preços; b) a ABC não é condição suficiente nem necessária para reduzir inflações mais elevadas, mas pode integrar um conjunto de políticas e instituições destinadas a manter a inflação em patamares aceitáveis; c) como não necessariamente gera “bônus” de

credibilidade, a ABC pode elevar o custo da política de controle da inflação, medido em termos de perda de produção e taxa de desemprego.

V – RESTRIÇÕES À AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL

Além das considerações de caráter empírico feitas na parte anterior, argumentos podem ser utilizados para levantar restrições à ABC, seja para considerá-la inadequada, seja para qualificá-la. Entre os argumentos mais importantes estão os seguintes: a) o caráter antidemocrático da ABC; b) a existência de objetivos não explícitos a orientarem a atuação do banco central; c) a possível incompatibilidade entre as funções tradicionais do banco central; d) os resultados esperados da relação entre autoridade fiscal e monetária.

V. 1 O CARÁTER ANTIDEMOCRÁTICO

A delegação da política monetária ao banco central autônomo, gerido por dirigentes não eleitos pela população, pode potencialmente confrontar-se com o sistema representativo que caracteriza as nações democráticas modernas. O problema parece residir menos na delegação, empregado em vários tipos de ações públicas, e mais na importância da política monetária. Afinal, essa política afeta variáveis macroeconômicas que interferem diretamente na vida de grande parte da população.

Antes de mais nada, cabe afirmar que o responsável final pela política monetária é sempre o governo eleito. Ele pode, entretanto, restringir o seu poder e o dos governos futuros de gerir essa política, delegando a atribuição a uma autoridade monetária autônoma. Os novos governos eleitos podem sempre retirar a autonomia se contarem com o consenso necessário¹⁰.

A experiência dos países mostra que, afora o sempre presente risco de perda da autonomia, a relação entre os dirigentes do banco central autônomo e os políticos eleitos pode ocorrer em vários momentos da definição e execução da política monetária, de forma explícita ou implícita. Aceita a idéia da autonomia, é preciso encontrar o arranjo que concilie a participação democrática com as vantagens que ela pode oferecer.

¹⁰ Esse é o motivo pelo qual o presente trabalho opta pela expressão “autonomia” do banco central em vez de “independência”, como normalmente aparece nos textos internacionais (*independence*). No língua portuguesa, a expressão sugere a existência de um quarto poder. Entretanto, não é esta a proposta, seja no Brasil, seja no exterior.

Os dirigentes do banco central são nomeados pelos políticos eleitos, mas a ABC pressupõe a restrição à demissão desses dirigentes. Estes podem se mostrar mais conservadores do que pareciam antes de nomeados, no sentido de negligenciarem a evolução da produção e da taxa de desemprego. Pode ocorrer, também, que o governo seja tentado a impor ao banco central políticas cujo efeito duradouro seja apenas mais inflação.

A forma mais interessante de resolver o problema é estabelecer procedimentos claramente definidos de resolução de conflitos entre o governo e o banco central. Esse arranjo pode conseguir algo aparentemente paradoxal: garantir participação democrática e autonomia do banco central ao mesmo tempo.

A proposta de Lohmann (1992) é particularmente interessante ao prever que o governo possa sobrestar as decisões do banco central, desde que a opção seja justificada publicamente, de preferência com base na ocorrência de choques de custo que afetem negativamente a produção e a taxa de desemprego.

Swinburn & Castello-Branco (1991, pp. 20-4) analisam a relação entre governo e banco central em vários países e concluem que aqueles que apresentam procedimentos para a solução de conflitos formam um modelo adicional de autonomia relativamente ao modelo de autonomia formal utilizado na Alemanha, Estados Unidos e Suíça. Os autores enquadram nesse modelo a Nova Zelândia e a Holanda, antes da adesão integral à união monetária europeia.

No modelo da Holanda, o governo apresenta diretivas formais ao banco central, e este apela para o chefe de estado que, na ausência de solução, divulga o conflito, acompanhado das respectivas visões, com prevalência da opinião do governo. Na Nova Zelândia, a meta de inflação é acertada entre o ministro das finanças e o presidente do banco central, mas o governo pode negociar a revisão da meta ou mesmo se sobrepor ao objetivo da estabilidade de preços, que é de 3% ao ano, sempre de forma pública.

No caso da autonomia de instrumentos, com metas para a inflação, Walsh (1995a, pp. 242-3) considera o anúncio da definição ou modificação da meta a ocasião conveniente para externar as divergências e escolher os caminhos da política monetária. O autor avalia negativamente o excessivo poder do arranjo previsto para o Banco Central Europeu, pois, ao contrário da Nova Zelândia, não estão previstos procedimentos de resolução de conflitos.

É interessante notar que os conflitos públicos são extremamente raros. Aparentemente, a própria possibilidade de que eles ocorram cria o incentivo para que o lado menos convicto renuncie às suas

pretensões. O desistente pode ser o dirigente máximo do banco central que quer controlar pressões inflacionárias em um prazo muito curto ou o governante desejoso de aquecer em demasia a economia, no período pré-eleitoral.

Outro possível canal de participação democrática é a usual previsão de que o banco central autônomo preste contas ao governo. Conforme Fischer (1995b, p. 278), a prestação de contas se dá diante do parlamento, nos Estados Unidos; do ministro das finanças, na Nova Zelândia; ou diretamente à população, na Alemanha.

O autor considera que a prática pode reduzir o excesso de conservadorismo da política monetária, no sentido de Rogoff (1985). Prefere, entretanto, o modelo da Nova Zelândia que detalha a forma da prestação de contas, contrariamente aos vagos comandos do modelo americano.

V. 2 EXISTÊNCIA DE OBJETIVOS NÃO EXPLÍCITOS

Próximo, mas diferente do possível caráter antidemocrático da ABC, é o argumento de que o banco central pode não almejar o interesse público, mas, sim, objetivos da própria instituição ou de algum grupo de interesse. Trata-se de um problema bastante sério, pois, se esses objetivos condicionam efetivamente a política monetária, a ABC não leva aos resultados esperados por aqueles que a defendem.

Toma (1982) sugere que o banco central funciona tal qual uma empresa que visa o lucro. Neste caso, o banco central se beneficia com a inflação, pois seu resultado decorre principalmente dos rendimentos dos títulos públicos adquiridos com a emissão de base monetária¹¹. Se o argumento é relevante, o banco central objetiva justamente o oposto do que a autonomia se propõe a fazer.

O problema pode ser facilmente contornado transferindo-se o resultado do banco central ao tesouro nacional, o que é bastante razoável, pois deriva do monopólio da emissão de moeda. Mais ainda, o orçamento da autoridade monetária não pode estar associado ao resultado das suas operações. A propósito, é preciso que o governo não use o orçamento para impor a sua política monetária ao banco central.

Hetzel (1990) argumenta que os bancos centrais autônomos sem atribuições bem definidas precisam defender a sua autonomia, no campo da política. Analisando o caso americano, afirma que o FED toma

¹¹ Friedman (1982, pp. 114-8) recorre a essa tese para argumentar contra a ABC e favoravelmente à sua prescrição favorita para a política monetária: subordiná-la a regras rígidas de expansão dos agregados monetários.

suas decisões com base nas características da arena política na qual compete para reter o controle da gestão monetária.

Swinburne & Castello-Branco (1991, p. 16-8) apontam estudos que indicam que, nos EUA, Canadá e Alemanha, os bancos centrais evitam confrontos políticos que possa ameaçar seu status. Neste último caso, observam que a autoridade monetária procura manter o grau de conflito abaixo de certo patamar e, para tanto, segue a orientação do governo depois de certo tempo. Os autores avaliam que, se a constatação for correta, a autonomia é até pior que a sua ausência, pois estimula a falta de transparência da gestão monetária e retira a responsabilidade dos políticos, ao transformar o banco central em um “bode expiatório”.

Kane (1980), por fim, explora a importante questão da capacidade que os grupos de interesse possuem de influenciar as decisões públicas, especialmente por meio de canais não institucionalizados. O risco é tanto maior quanto mais certos grupos poderosos sejam diretamente afetados por essas decisões. No caso da política monetária, trata-se certamente de uma questão relevante em vista dos evidentes efeitos que as taxas de juros podem ter sobre grupos, como, por exemplo, os devedores, os investidores e os intermediários financeiros.

É comum a alegação de que o banco central evita promover aumentos inesperados na taxa de juros para não prejudicar as instituições financeiras, que operam com descasamento de prazos. Ver Cukierman (1994), por exemplo. Pode-se alegar que a motivação é apenas a preocupação com a saúde do sistema financeiro. Trata-se certamente de uma explicação mais nobre que a mera pressão de grupos de interesse. Entretanto, não justifica a prática, pois ela incentiva as instituições financeiras a realizarem operações pouco prudentes.

A exemplo da questão democrática, o problema da existência de objetivos não explícitos, incompatíveis com as razões que justificam a autonomia, pode ser igualmente resolvido ou minorado a partir de arranjos institucionais adequados.

A proposta da ABC é fundamentada na necessidade de manter ou construir a credibilidade da política monetária, no sentido de permitir o controle da inflação com menos custo em termos de produção e taxa de desemprego. Isto implica em estabelecer claramente que o objetivo fundamental do banco central é a estabilidade de preços, seja por meio de mandatos expressos em estatutos, como na autonomia de objetivos; seja por meio de metas para a inflação, como na autonomia de instrumentos.

Bancos centrais com vários objetivos genéricos são pouco transparentes, pois os agentes econômicos não identificam a intenção da política monetária, ainda mais que alguns desses objetivos são

incompatíveis com o controle da inflação. Ademais, enfraquecem a capacidade de responsabilização (*accountability*) do banco central, já que a falha no controle da inflação pode sempre ser justificada com base em outro objetivo.

Assim, a existência de objetivos claramente definidos e de procedimentos transparentes que permitam a responsabilização do banco central cria o incentivo para que a autonomia surta os efeitos desejados e impeça que objetivos pouco nobres, nunca explícitos, possam influenciar decisivamente a gestão monetária. Mecanismos como a solução pública de conflitos e a prestação de contas são igualmente úteis.

Vale lembrar, entretanto, que o fato de que a estabilidade de preços seja o objetivo fundamental do banco central não implica que a política monetária deva deixar de compensar choques de custos que levem o produto abaixo do potencial e a taxa de desemprego acima da taxa natural.

V. 3 COMPATIBILIDADE ENTRE AS FUNÇÕES TRADICIONAIS

Além do controle da inflação, outras duas funções tradicionais dos bancos centrais são garantir a estabilidade do sistema financeiro e administrar o regime cambial. A avaliação da capacidade de o banco central autônomo gerir adequadamente a política monetária deve levar em conta o envolvimento com essas duas atribuições.

A garantia da estabilidade do sistema financeiro inclui as atividades de empréstimo de última instância, supervisão e regulamentação prudencial e seguro de depósitos. A primeira visa atender a demanda por liquidez do sistema financeiro; enquanto as demais estão relacionadas à prevenção contra a insolvência das instituições financeiras, bem como à resposta caso o problema ocorra. Mantê-las como atribuições do banco central autônomo é uma questão polêmica, o que se reflete nos diferentes caminhos seguidos pelos países.

Como a iliquidez é por definição temporária, pois corresponde a um problema de descasamento de prazos entre ativo e passivo, o empréstimo de última instância pode ser compatível com a política monetária e, portanto, ser mantido entre as atribuições do banco central. Ver a respeito Cukierman (1994, pp. 1444-5) e Swinburne & Castello-Branco (1991, pp. 41-2).

Quanto às demais atividades, entretanto, o fato de estarem envolvidas com a insolvência favorece a controvérsia. Uma instituição financeira insolvente apresenta o passivo maior que o ativo e, por isso, implica na intervenção ou liquidação e, possivelmente, na alocação de

recursos públicos, com baixa probabilidade de devolução. Em vista desse fato, muitos, a exemplo de Swinburne & Castello-Branco (1991, pp. 42-6), consideram que, além do risco de contaminar a política monetária, o uso de recursos públicos com instituições inadimplentes deve ser decidido de forma transparente, dentro do processo orçamentário.

Outro argumento favorável à separação entre a política monetária e as atividades relacionadas com a insolvência, conforme argumenta Lundberg (2000, pp. 15-8), é a necessidade de fortalecer essas atividades frente à tendência de conglomeração dos serviços financeiros. Uma forma de conseguir isso é centralizá-las numa única agência, que não se dedique a mais nada.

Aceita a separação, entretanto, os riscos levantados por aqueles que são contrários a essa providência precisam ser levados em conta. É absolutamente necessária a intensa troca de informações entre a agência e o banco central, pois, além da dificuldade de se distinguir o insolvente do ilíquido, a política monetária afeta a saúde do sistema financeiro e vice-versa. É preciso, ainda, que, constatada a insolvência, a agência aja rapidamente para evitar a contaminação do sistema financeiro.

No que se refere à experiência internacional, a tendência dos últimos 15 anos é de separação, segundo Lundberg (2000, pp.14-5). Tal tendência parece estar associada com a concentração da atuação do banco central na gestão da política monetária. O caso emblemático é o da Inglaterra, que, até 1997, era a referência do modelo de atuação do banco central nas atividades relacionadas à estabilidade do sistema financeiro. Nesse ano, essa atribuição foi centralizada em uma única agência, ao mesmo tempo em que foi concedida autonomia para o banco central perseguir a estabilidade de preços.

A administração do regime cambial inclui a definição da taxa de câmbio e das reservas internacionais, além das normas que balizam as operações financeiras com os não residentes ou com moedas estrangeiras. Quanto às normas, parece claro que cabe ao governo decidir sobre certos parâmetros básicos de funcionamento da economia, como o tipo de inserção financeira externa do país ou o grau de conversibilidade da moeda. Dados os parâmetros, a escolha do órgão responsável pela sintonia fina dessas normas pode ser o mesmo encarregado da supervisão e regulamentação prudencial das instituições financeiras.

Fischer (1995a, p. 203) e Swinburne & Castello-Branco (1991, pp. 25-6 e 40-1) centram-se na questão do responsável pela definição da taxa de câmbio. Essa atribuição inclui a gestão das reservas internacionais. Ambos afirmam que o governo é o responsável por essa definição, embora o banco central faça as intervenções no mercado de câmbio em nome do

governo, e seja comum encontrar nos estatutos da autoridade monetária os objetivos da defesa do poder de compra externo e interno da moeda.

Swinburne & Castello-Branco (1991) são contrários à coexistência desses objetivos, pois são potencialmente conflitantes, dependendo da compatibilidade entre a taxa de câmbio requerida pelo governo e a taxa desejável para o controle da inflação.

Mais uma vez a previsão de procedimentos para a solução pública de conflitos pode incentivar o resultado desejável. Na Nova Zelândia, em condições normais, o banco central decide a atuação no mercado de câmbio de acordo com a sua meta de inflação. Entretanto, o governo pode requerer do banco central certo tipo de intervenção. Este avalia, então, se o pedido é compatível com os seus objetivos e, caso contrário, só obedece ao governo se houver renegociação pública da meta de inflação.

V. 4 RELAÇÃO ENTRE AUTORIDADE FISCAL E MONETÁRIA

Possivelmente, o maior potencial de conflito existente no âmbito das atividades tradicionais do banco central esteja entre as de defensor do poder de compra da moeda e de financiador do governo. O grau de conflito decorre do tipo de relação estabelecida entre a autoridade fiscal e a monetária. Sikken & De Haan (1998, 494-6) sintetizam as diferentes visões sobre os meios de essa relação resultar em mais inflação.

Entre as visões está a hipótese da dominância fiscal de Sargent & Wallace (1981). De acordo com essa hipótese, a presença da dominância fiscal faz com que o déficit público seja financiado com a emissão de moeda, se a autoridade fiscal não consegue reduzir o déficit com o aumento da receita e/ou o corte de despesas e não encontra compradores para os títulos públicos.

Nesse caso, não há autonomia de instrumentos, pois a oferta de moeda e a taxa de juros deixam de estar sob o controle do banco central. Como consequência final, o banco central não consegue buscar o objetivo da estabilidade de preços, havendo ou não metas para inflação estabelecidas pelo governo.

A ABC pode reduzir a dominância fiscal e, assim, criar incentivo à redução do financiamento inflacionário do déficit público ou até do próprio déficit. Evidentemente, o resultado pode não ser tão simples se o ajuste fiscal não contar com suficiente sustentação política. Nesse caso, a ABC pode apenas explicitar o custo da opção fiscal e, eventualmente, alterar o balanço de forças em favor da estabilidade de preços.

A discussão acima omite, entretanto, uma questão fundamental: a coordenação entre as autoridades fiscal e monetária, algo de fundamental importância, pois os instrumentos empregados são diferentes e, se houver ABC, também as preferências.

Seguindo a tradição inaugurada por Nordhaus (1994), Bennett & Loayza (2002) usam a teoria dos jogos e chegam à conclusão de que o resultado sob coordenação é superior ao resultado sem coordenação. Trata-se de um argumento desabonador à ABC, pois, em princípio, esse arranjo reduz as chances de coordenação

Os autores supõem que as autoridades, autônomas entre si, perseguem inflação e taxa de desemprego baixas. Entretanto, a autoridade monetária valoriza mais o primeiro objetivo, enquanto a fiscal prioriza o segundo. Como reação a um choque de oferta que afeta negativamente ambas as variáveis, as autoridades podem adotar políticas expansionistas ou contracionistas.

Dadas as preferências, a monetária prefere a primeira (aumento da taxa de juros) e a fiscal, a segunda (aumento do déficit fiscal). O resultado final (equilíbrio de Nash) é déficit público e taxa de juros maiores do que haveria em caso de coordenação entre as autoridades. O resultado é tanto pior quanto maior a diferença de preferências das autoridades. A verificação empírica confirma as indicações do modelo.

Ambas as perspectivas, ABC ou coordenação, apresentam argumentos importantes que precisam ser considerados. Em situações mais graves de desequilíbrio fiscal, é ingenuidade acreditar que haja coordenação na ausência de ABC. Nesse caso, a solução reside em um consenso social suficientemente amplo no sentido de adotar políticas e instituições, entre as quais a ABC, que viabilizem o ajuste fiscal.

Garantidas as condições que levem a políticas fiscais apropriadas, a questão da coordenação assume o primeiro plano. De fato, é razoável esperar que a reação a choques de oferta seja mais adequada se as autoridades fiscal e monetária acertarem previamente um plano de ação. A própria teoria dos jogos fundamenta a possibilidade de que “jogadas” sucessivas entre autoridades autônomas entre si possam levar a equilíbrios mais satisfatórios em termos de taxa de juros e déficit público.

A opção pela ABC pode também vir acompanhada de procedimentos que incentivem a coordenação, como regras para a solução pública de conflitos. Segundo Sterne (2002, pp.28-30), a meta para a inflação é benéfica à coordenação quando acordada entre as autoridades fiscal e monetária, pois, presumivelmente, ambas atuarão de forma a viabilizá-la. Pelo lado da autoridade fiscal, Castellani & Debrun (2001) buscam encontrar o desenho institucional apropriado para instituições

fiscais que convivem com bancos centrais autônomos e chegam a regras para a política de tributos e de gastos.

VI – AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

Na década de noventa, o tema da autonomia do Bacen ganhou relevo, possivelmente como reflexo do entusiasmo internacional e das dificuldades de o país livrar-se do descontrole inflacionário. Por conseqüência, o tema esteve sempre presente nas discussões sobre a pendente regulamentação do sistema financeiro, prevista no art. 192 da Constituição Federal.

Nos últimos anos, o tema ressurgiu como proposta destinada a aperfeiçoar o regime de metas para a inflação, adotado em junho de 1999, visando substituir a âncora cambial em vigor desde 1994. A despeito do papel central da taxa de câmbio para baixar a inflação a níveis civilizados, a excessiva ênfase nessa variável resultou em fortes desequilíbrios fiscais e externos, culminando na crise cambial do início de 1999.

No contexto do regime de metas para a inflação, a proposta de autonomia sugerida é do tipo instrumental, também seguindo o exemplo de outros países¹². O governo define a meta e o Bacen utiliza os instrumentos para alcançá-la. A intenção de introduzir a autonomia instrumental deve ter impulsionado a aprovação da Emenda Constitucional nº 40, de 29 de maio de 2003, que alterou o art. 192, tendo em vista possibilitar a regulamentação “fatiada” do sistema financeiro¹³.

A opção pela autonomia do Bacen após a redução da inflação a níveis civilizados, ainda que acima do desejável, parece reproduzir a experiência internacional na qual a autonomia surge para consolidar os avanços mais expressivos, além de propiciar novos ganhos no campo do controle da inflação. Entretanto, no Brasil, a resistência à autonomia é ainda muito grande.

¹² Por vezes, ouve-se a expressão “autonomia operacional”. É uma terminologia inapropriada, pois dá a entender que o banco central não define a política monetária, apenas a executa. Na autonomia instrumental, tal fato pode ser verdadeiro no caso da formulação dos objetivos, mas não nas decisões relativas ao uso dos instrumentos. Essas decisões não são meramente operacionais, certamente.

¹³ A redação original do art. 192 especificava vários itens a serem regulamentados conjuntamente por meio de uma única lei complementar. A complexidade dos temas envolvidos impedia que a regulamentação avançasse. Um dos itens, por exemplo, tratava do limite à taxa de juros. A nova redação suprimiu a classificação dos itens e permitiu a adoção de várias leis complementares.

Talvez haja receio quanto ao aumento da influência de certos interesses no Bacen e/ou quanto ao excessivo aumento do peso da inflação na definição da política monetária, com reflexos sobre a produção e a taxa de desemprego. Talvez se acredite que a autonomia seja pouco relevante frente aos desafios ainda presentes para o controle da inflação no Brasil¹⁴.

Esses argumentos não são irrelevantes. Como visto anteriormente, a imprecisão de objetivos, a formatação inadequada da autonomia, a convivência de múltiplas atribuições, a falta de suporte político ou a presença de fatores fortemente restritivos à gestão da política monetária podem fazer com que a autonomia gere resultados ruins ou que seja inoperante.

Destaque-se ainda que, conforme visto anteriormente, as pesquisas empíricas, de forma geral, não permitem confirmar com razoável grau de certeza que os países que optam por bancos centrais mais autônomos apresentam ou não melhor desempenho econômico.

As partes que seguem comentam os trabalhos disponíveis em defesa da autonomia do Bacen, descrevem o regime de metas para a inflação no Brasil, na qual se pretende inserir a autonomia instrumental do Bacen, propõem uma forma de aumentar a autonomia do Bacen, levando-se em conta os possíveis riscos envolvidos e o equilíbrio ideal entre credibilidade e flexibilidade da política monetária, abordam as demais atribuições do Bacen e, por fim, tratam dos principais obstáculos à gestão da política monetária, entre os quais a possível presença da dominância fiscal.

VI.1 A DEFESA DA AUTONOMIA DO BACEN

Outro fator que deve contribuir para a resistência à autonomia do Bacen é o fato de que a proposta não vem sendo defendida com profundidade. Nos textos que abordam a política monetária no Brasil, a autonomia costuma ser lembrada como forma de aprimorar a credibilidade do regime de metas para a inflação, mas quase nunca é o elemento central da análise.

¹⁴ É curioso verificar que a opção pela autonomia do Bacen não herdou o suporte político que o controle da inflação passou a receber a partir de meados da década de noventa. Vale lembrar que o político que angariou o crédito pelo fim do descontrole inflacionário venceu duas eleições presidenciais, no primeiro turno, a despeito dos enormes custos em termos de desequilíbrios externos e de endividamento público. Vale registrar ainda que a crescente convicção da sociedade de que a indexação da economia é uma proteção bastante imperfeita contra a inflação elevada deve ter sido decisiva para aumentar o suporte político ao combate da inflação.

Alguns trabalhos dedicam mais atenção ao tema, como Maziero & Werlang (2004) e Sabbán, Rozada & Powell (2003). Em ambos os casos, entretanto, as dificuldades estão presentes. O primeiro trabalho não levou em conta os resultados empíricos desfavoráveis à autonomia do banco central encontrados pela literatura relevante. O segundo não apresenta elementos suficientes para concluir que o pior desempenho do Brasil e do México, relativamente a outros países que adotam o regime de metas para a inflação, se deva ao menor grau de autonomia dos respectivos bancos centrais¹⁵.

Fraga, Goldfajn & Minella (2003), contrariamente a Sabbán, Rozada & Powell (2003), destacam os grandes desafios à gestão do regime de metas para a inflação nas economias emergentes, como elevada inflação inicial, reduzida credibilidade derivada do histórico, alto grau de inércia inflacionária, maior intensidade dos choques externos e a presença de dominância fiscal.

Curiosamente, entretanto, Fraga, Goldfajn & Minella (2003, parte 5), ex-dirigentes do Bacen, não incluem a falta de autonomia do Bacen entre os desafios e, por conseqüência, ao tratarem dos elementos necessários para enfrentar estes desafios, não citam a concessão de autonomia. A recomendação central é a gestão da política monetária com suficiente flexibilidade, recorrendo-se à comunicação e à transparência para não prejudicar a credibilidade.

VI.2 METAS PARA A INFLAÇÃO NO BRASIL

Possivelmente, uma das mudanças recentes mais importantes na relação entre o Bacen e o governo foi a introdução das metas para a inflação, em junho de 1999¹⁶. A medida visou substituir a taxa de câmbio como elemento central da política de combate à inflação, já que tal estratégia, ao ser utilizada à exaustão, culminou na crise cambial do início de 1999.

Bogdanski, Tombini & Werlang (2000) tratam da implantação da nova sistemática no Brasil. Em linhas gerais, a meta é expressa pela variação de um índice de preço largamente conhecido, com intervalo de tolerância ao redor da meta para acomodar os efeitos dos choques de oferta sobre a inflação. O Bacen é o responsável por executar as políticas

¹⁵ É difícil concordar com os autores quando eles avaliam que os desafios enfrentados por esses países, a exemplo dos choques de oferta, não são claramente maiores que os desafios presentes nos outros países da amostra para justificar a diferença de desempenho.

¹⁶ O novo regime foi introduzido pelo Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

requeridas para alcançar a meta. Esta é considerada cumprida se a inflação no ano-calendário se situar dentro do intervalo de tolerância.

O índice, a meta e o intervalo são aprovados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), com base em proposta do Ministério da Fazenda. O índice escolhido é o Índice de Preço ao Consumidor Ampliado (IPCA), calculado pelo IBGE. A meta e o intervalo são definidos regulamente, 18 meses antes de iniciado o ano. O intervalo escolhido tem sido de 2 e 2,5 pontos percentuais acima e abaixo da meta.

No caso de descumprimento da meta, o presidente do Bacen deve publicar carta aberta ao ministro da Fazenda, na qual justifica o fato e aponta as providências corretivas, com os prazos requeridos. O Bacen deve publicar, ainda, trimestralmente, o Relatório de Inflação, com o objetivo de explicar à população a política monetária, seus efeitos e perspectivas futuras. Esses canais de comunicação visam facilitar o entendimento e o monitoramento da política monetária e, dessa forma, manter as expectativas favoráveis, especialmente no caso de descumprimento da meta.

Cabe destacar ainda a existência do Comitê de Política Monetária (Copom), criado em 1996 e que reproduz a experiência de outros países, como o *Federal Open Market Committee* americano. O Comitê é composto exclusivamente pelos dirigentes do Bacen, e as decisões são tomadas por meio de votação, na ausência de consenso. As reuniões são mensais e visam, principalmente, definir a taxa básica de juros (taxa selic) necessária para manter a trajetória da inflação projetada próxima da meta estabelecida. As atas das reuniões são publicadas após uma semana.

Minella, Freitas, Goldfajn & Moinhos (2003) avaliam a experiência brasileira com metas para a inflação. A julgar pelas metas escolhidas, a intenção era reduzir a inflação para 3% ao ano, no espaço de cerca de cinco anos. As metas foram descumpridas no triênio 2001-2003, devido a fortes mudanças nos preços relativos, especialmente dos preços administrados, e de acentuada flutuação da taxa de câmbio, além da inércia inflacionária¹⁷. A estratégia básica da política monetária consistiu em

¹⁷ As metas de 1999 e 2000 foram cumpridas. As metas de 2001 a 2003 foram descumpridas e foram justificadas por carta aberta do presidente do Bacen ao ministro da Fazenda nos meses de janeiro que se seguiram ao ano do descumprimento. Em 2001, a diferença entre a meta e a inflação efetiva foi de apenas 1,7 ponto percentual. Nos dois anos seguintes, as diferenças foram significativas. Em 2002, a meta era de 3,5% e a inflação chegou a 12,5%. Em 2003, a meta inicial era de 3,25%, mas em junho de 2002, foi corrigida para 4%, com intervalo ampliado de 2 pontos para 2,5 pontos abaixo e 2,5 pontos acima da meta. Em janeiro de 2003, na carta aberta que justificou o descumprimento da meta de 2002, o Bacen propôs ao ministro da Fazenda a meta ajustada de 8,5% para 2003. Tratou-se de um procedimento informal, pois a meta

calibrar a taxa de juros de forma a evitar os efeitos secundários e acomodar os efeitos primários dos choques de oferta, considerado ainda o desempenho da produção e da taxa de desemprego¹⁸.

VI.3 AUTONOMIA INSTRUMENTAL DO BACEN

HISTÓRICO

Desde a criação do Bacen, em 1964, o grau de autonomia permitido pelo arranjo escolhido sempre foi muito reduzido, exceção feita aos anos iniciais, no governo Castelo Branco (1964-67). As características essenciais do arranjo foram sendo conformadas pelos governos seguintes, de forma a garantir-lhes a maioria no CMN e o direito de indicar os dirigentes do Bacen, sem mandatos fixos¹⁹.

De fato, no trabalho de Cukierman, Webb & Neyapti (1992) que, como visto anteriormente, desenvolveu medidas para o grau de ABC, o Bacen aparece como um dos bancos centrais menos autônomos da década de oitenta, dentre os países incluídos na amostra. No caso da medida de autonomia legal, somente 9 entre 72 países possuíam banco menos autônomo (p. 362).

Entre os 51 países não desenvolvidos, os autores calculam o índice de rotatividade do presidente do banco central. Supõem que quanto maior a rotatividade, menor a autonomia de fato. O índice do Brasil só é inferior ao da Argentina. O indicador mostra que a troca do dirigente

ajustada não foi aprovada pelo CMN. Tanto é que, na carta aberta do início de 2004, utilizada para justificar a inflação de 9,3% em 2003, considerou-se a meta oficial de 4%.

¹⁸ A propósito da avaliação do desempenho do regime de metas para a inflação, vale registrar que as pesquisas apresentam resultados conflitantes. Ball & Sheridan (2003) e Wu (2004), por exemplo, analisam 20 países desenvolvidos, 7 dos quais adotam o regime de metas para a inflação. O primeiro trabalho conclui que os países que adotam o regime não apresentam melhor desempenho que os demais em termos de produto e inflação, enquanto o segundo conclui o oposto. Os trabalhos que abordam o Brasil também não são consensuais. Ver, por exemplo, as conclusões opostas de Sabbán, Rozada & Powell (2003), de um lado, e de Minella, Freitas, Goldfajn & Moinhos (2003), e Schwartzman (2004), de outro. Schmidt-Hebbel & Wener (2002) comparam o desempenho de Brasil, México e Chile com outros que adotam metas para a inflação e conclui que a inflação de fato evolui de forma mais satisfatória nesses três países, mas há algum aumento da taxa de sacrifício (perda de produto por ponto percentual de redução de inflação) no caso do Brasil e do México.

¹⁹ A título de curiosidade, na primeira fase do Bacen, entre 1964 e 1967, o CMN era composto por integrantes nomeados pelo Presidente da República, mas sem a garantia de maioria para o governo. O CMN definia a política monetária e indicava o presidente e os diretores do Bacen para mandatos de seis anos.

máximo do Bacen se deu a cada um ano e três meses, durante a década de oitenta.

É oportuno destacar algumas mudanças a partir de meados da década de oitenta que, embora não tenham eliminado a subordinação do Bacen ao governo, representaram avanços em termos da autonomia instrumental da Autarquia, resultado constatado por Souza & Castro (1995).

Vale destacar a retirada das operações fiscais do Bacen, incluindo o fim da chamada “conta movimento”, que conferia ao Banco do Brasil poder para emitir moeda; o art. 164 da Constituição Federal, que, no parágrafo primeiro, vedou expressamente o financiamento ao governo; e, posteriormente, a solução dada aos bancos estaduais, fonte de periódicas crises monetárias.

No contexto do regime de metas para a inflação adotado em 1999, a versão instrumental da ABC ganhou importância como meio para elevar a credibilidade do regime. A autonomia instrumental normalmente inclui as seguintes providências: a) estabilidade de preços como objetivo primordial; b) mandatos fixos e/ou longos para os dirigentes. Tais quesitos são apontados, por exemplo, em Mishkin (2004, pp. 11-3) e em Ministério da Fazenda (2003, pp. 83-5).

OBJETIVO

A discussão sobre a autonomia do Bacen começa pela definição do seu objetivo. Afinal, a autonomia é concedida com algum propósito. A justificativa teórica para a autonomia é aumentar a credibilidade da política monetária com vistas a alcançar a estabilidade de preços. Se o banco central persegue outros objetivos, muitas vezes incompatíveis com o controle da inflação, a autonomia não traz ganhos de credibilidade.

Esses objetivos, por sua vez, podem tanto decorrer de outras atribuições do banco, o que será tratado adiante, ou, pior ainda, refletir a pressão de grupos de interesse, internos ou externos à instituição. Ademais, a ausência de objetivos claramente definidos dificulta a avaliação do desempenho do banco central. Em síntese, se houver a opção pela autonomia do Bacen, o objetivo da Autarquia deve ser a estabilidade de preços.

É preciso esclarecer, entretanto, o que significa buscar a estabilidade de preços, em particular no que se refere às suas implicações para a flexibilidade da política monetária. A estabilidade de preços pode ser entendida como inflação de até 3% ao ano. No entanto, esse número não

deve ser confundido com a meta de inflação. Em um país com o histórico do Brasil, a meta serve ao programa de desinflação rumo à situação desejada no longo prazo.

O tamanho do longo prazo, por sua vez, depende dos desafios enfrentados pela política monetária, em particular quanto às características dos choques de oferta. Na verdade, a estabilidade de preços é o horizonte a ser perseguido, mas que pode demorar a ser alcançado. Tal interpretação não retira a importância do objetivo como diretriz da política monetária.

A utilização da estabilidade de preços como diretriz da política monetária não significa também despreocupação com a evolução da taxa de desemprego e da produção. Nesse ponto, a gestão da meta de inflação é fundamental: a escolha da meta e do intervalo de tolerância, bem como suas correções, precisam levar em conta os efeitos sobre o lado real da economia. A política monetária pode calibrar a velocidade do ajuste da inflação à meta, em função da proximidade entre a taxa de desemprego efetiva e a taxa natural ou entre o crescimento do produto efetivo e o potencial.

A esse respeito, é preciso também que a sociedade se conscientize de que a política monetária não é solução para problemas estruturais. Dificuldades para crescer a taxas mais altas ou para reduzir a taxa natural de desemprego devem ser tratadas com medidas que estimulem a acumulação de fatores produtivos, em particular quanto ao uso de mão-de-obra, e o progresso tecnológico.

Feitas essas considerações, talvez fosse desejável que a lei contivesse o seguinte texto: “o objetivo de longo prazo do Bacen é a estabilidade de preços, a ser alcançado por meio do regime de metas para a inflação, metas essas fixadas pelo Conselho Monetário Nacional e que devem ser alcançadas ou corrigidas, levando-se em conta a distância entre o produto efetivo e o potencial da economia”.

Embora o texto contenha termos técnicos, nem sempre quantificáveis precisamente, como “longo prazo”, “estabilidade de preços” e “produto potencial”, fornece parâmetros para o entendimento do que seja o objetivo estabelecido para o Bacen. Ademais, a regulamentação da lei pode ser mais detalhada, como já acontece no caso da definição do regime de metas para a inflação (Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999). De outro modo, corre-se o risco de uma interpretação excessivamente restrita da expressão “estabilidade de preços” ou de simplesmente torná-la “letra morta”.

CARACTERÍSTICA DOS MANDATOS

Uma forma de garantir condições para que o Bacen busque efetivamente o objetivo da estabilidade de preços, conforme definido acima, é criar condições para que a Autarquia tenha autonomia instrumental.

Algumas dessas condições já se encontram presentes, como, por exemplo, a competência dada pelo Presidente da República ao Bacen “para executar as políticas necessárias ao cumprimento das metas (de inflação) fixadas” (art. 3º, do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999). A esse respeito, o Copom, integrado apenas pelos dirigentes do Bacen, reúne-se mensalmente, visando definir a taxa de juros requerida para alcançar a meta de inflação. Na prática, a própria existência da meta confere ao Bacen autoridade para tomar as decisões necessárias para alcançá-la.

A situação atual, entretanto, não é considerada suficiente para garantir o grau de autonomia instrumental desejado para conferir credibilidade à política monetária. A demanda mais usual é a imposição legal de restrições à demissão dos dirigentes do Bacen. Incluem-se aí mandatos fixos, longos ou escalonados, em geral com certas ressalvas, como improbidade administrativa e insuficiência de desempenho.

No regime de metas para a inflação, tais restrições ajudam a construir a credibilidade da política monetária, pois fortalecem os dirigentes do banco central nas suas decisões em busca do cumprimento da meta.

O problema das restrições à demissão dos dirigentes do banco central é o efeito que podem ter sobre a flexibilidade da política monetária, em particular no que se refere à redução da preocupação com os efeitos dos choques de oferta sobre a produção e a taxa de desemprego. O problema existe no período no qual transcorre o mandato em que há grande divergência de preferências entre os dirigentes e o governo (e a sociedade). No longo prazo, o problema não persiste, pois a sistemática discordância cria suporte político para retirar a autonomia do banco central.

A possibilidade do surgimento de conflitos é potencialmente maior no caso dos mandatos longos, seguidos dos escalonados. Ao contrário desses dois tipos, os mandatos que são apenas fixos não implicam na convivência entre dirigentes do Bacen e governos que não os nomearam. Mandatos escalonados, por sua vez, não são necessariamente longos.

Os mandatos escalonados são propostos como forma de evitar os efeitos do ciclo econômico político sobre a política monetária. No Brasil, Maziero & Werlang (2004, p. 333-6) sugerem mandatos de quatro

anos para os dirigentes do Bacen, sendo o presidente da autarquia substituído no meio do mandato do Presidente da República. A preocupação maior dos autores parece ser as incertezas trazidas pela transição entre governos. Se esse é o caso, talvez baste o prazo de um ano ou até menos para que o novo governo tenha permissão para substituir o presidente do Bacen.

Possivelmente, a definição do tipo de mandato dos dirigentes do banco central seja o elemento que cria a maior dificuldade para conciliar a credibilidade e a flexibilidade, dentre os elementos que compõem o quadro institucional no qual se realiza a política monetária. A teoria, bem como a experiência internacional, apontam alguns caminhos.

A opção por restrições à demissão dos dirigentes do Bacen pode vir acompanhada de prerrogativas que autorizem o governo a se sobrepor às decisões tomadas na esfera do Bacen. Não há como deixar de levar em conta que o governo eleito é o responsável final pelos resultados da política monetária, diante dos eleitores.

Aceito esse pressuposto, o uso de tais prerrogativas não pode ser banalizado, o que comprometeria a credibilidade da política monetária. Por isso, o recurso deve estar sujeito a procedimentos bem definidos. Trata-se, na verdade, de estabelecer mecanismos para a solução de conflitos entre o governo e o Bacen, de forma a evitar a negligência no controle da inflação ou o excesso de conservadorismo.

No contexto do regime de metas para a inflação, os conflitos mais prováveis são as diferentes avaliações dos efeitos de choques de oferta relevantes, em particular no que se refere à adequação da meta do ano em curso e do ano seguinte ou da taxa de juros requerida para alcançá-la. Os conflitos podem surgir também das diferentes avaliações quanto ao impacto de choques de demanda sobre a inflação.

Atualmente, a revisão das metas já está prevista, mediante autorização dada pelo Presidente da República, por decreto, ao CMN. Talvez não haja necessidade do decreto presidencial, mas apenas da aprovação do Conselho, mediante proposta do Ministério da Fazenda, tal como já ocorre com a definição das metas.

Essa aprovação deve ser requerida, também, no caso de o Bacen perseguir uma meta fora do intervalo oficial, ainda que com o consentimento do ministro da Fazenda. Esse foi o caso da “meta ajustada”

no início de 2003, que significou, na prática, a revisão da meta desse ano de 4% para 8,5%, sem a aprovação do Conselho²⁰.

Tal procedimento pode passar a impressão de que o Conselho e, por consequência, o ministro da Fazenda apenas referendam a meta estabelecida pelo Bacen. Essa possibilidade fere a definição básica de autonomia instrumental do banco central, na qual o governo estabelece a meta e o banco a persegue. Além da exigência da aprovação pelo CMN da meta a ser atingida, talvez haja necessidade de maior participação técnica do Ministério da Fazenda no CMN, pelo menos no que se refere à definição da meta, para que o ministro possa melhor avaliar as implicações das diferentes opções.

Se não há muita dificuldade em acertar a prerrogativa do governo na revisão da meta, a facilidade é certamente menor no caso da taxa de juros definida pelo Copom. Possível solução é a participação de um integrante do governo nas reuniões do Comitê, com direito a veto. Entretanto, essa alternativa pode prejudicar a credibilidade da política monetária, ao afetar decisivamente a autonomia instrumental do Bacen.

Permitir que a prerrogativa seja exercida a qualquer momento também não é conveniente, pois perpetua a indefinição quanto à taxa de juros, com o conseqüente aumento da instabilidade do mercado²¹. Talvez o mais conveniente seja limitar o uso da prerrogativa ao período de um ou dois dias após à reunião do Copom.

Qualquer que seja a formatação escolhida, o uso da prerrogativa pelo governo deve ser publicamente justificado, de forma tecnicamente precisa, após a reunião do Copom, sendo que a justificativa precisa vir acompanhada da posição do Bacen. A manifestação da Autarquia poderia ocorrer também após a reunião do CMN, em caso de discordância em relação à fixação ou correção da meta para a inflação.

A justificativa pública serve para o governo assumir a responsabilidade pelo curso futuro dos acontecimentos, o que dificulta a banalização da prática. A experiência internacional mostra ser incomum o uso de tais prerrogativas quando elas estão previstas, seja pelos custos políticos envolvidos, seja pelo incentivo à opção por posições ponderadas.

O detalhamento técnico da justificativa deve conter os cenários alternativos para a produção, a taxa de desemprego e a inflação, em função de diferentes trajetórias para a taxa de juros. A esse respeito, as

²⁰ Esse não é o caso da meta de 2005, que, fixada inicialmente em 4,5% com limite de 7%, foi elevada para 5,1%, acomodando a inércia da inflação do ano anterior. O anúncio da mudança foi feito em ata do Copom.

²¹ Alguns até sugerem elevar o intervalo entre as reuniões do Copom para diminuir os efeitos sobre o mercado, algo a ser pensado.

publicações periódicas do Bacen, especialmente o Relatório de Inflação, poderiam apresentar as suas simulações com maiores detalhes²². Assim, a justificativa do governo poderia se reportar a esse material, de forma a organizar a discussão pública.

Tome-se o exemplo relatado por Fraga, Goldfajn & Minella (2003, p. 39-40), na ocasião da revisão da meta de inflação para 2003. A meta foi ajustada de 4% para 8,5%, em vista do surgimento de informações posteriores à fixação da meta inicial, obrigando a política monetária a um exercício de flexibilidade. Os autores informam que a opção pela taxa de juros requerida para conduzir a inflação a 6,5%, limite superior do intervalo de tolerância da meta inicial, levaria a uma queda do produto de 1,6%. Caso o alvo fosse o centro da meta inicial, 4%, a queda do produto seria de 7,3%.

Diante das alternativas envolvidas, é razoável que exista a possibilidade de interferência do governo na política monetária²³. Com isso, as opções extremas são descartadas, enquanto as razoáveis prevalecem, pois ao governo não compensa o custo político de refutá-las.

A proposta acima possui o mérito de reduzir o possível viés antidemocrático da autonomia do Bacen, ao mesmo tempo em que pode fortalecê-la, na prática, se o Bacen for convincente na defesa das suas posições. Ademais, aumenta a transparência da política monetária, o que, além de particularmente útil em um regime de metas para a inflação, reduz as chances de que o Bacen se oriente por objetivos não estabelecidos pela sociedade. Pode ainda incentivar a coordenação entre a política fiscal e monetária. Por fim, evita que o Bacen se transforme em um “bode expiatório”, ao aumentar a responsabilidade do governo pela política monetária.

O tratamento da autonomia do Bacen no texto da lei poderia prever, além do objetivo da estabilidade de preços como proposto

²² Fraga, Goldfajn & Minella (2003, p. 37) afirmam que o Bacen, diante de um choque econômico importante, constrói diferentes trajetórias para a inflação e o produto, associadas a diferentes opções para a taxa de juros. Com base na importância dada ao controle da inflação, o Bacen escolhe o caminho ótimo e o publica, juntamente com os caminhos alternativos. Esse procedimento é sem dúvida desejável. Entretanto, a leitura do Relatório de Inflação de junho revela que tais exercícios precisam ser divulgados com mais detalhes. Apenas a partir da página 93, das 99 existentes, são apresentadas previsões, com base em suposições, mas, ainda assim, quase inteiramente voltadas para a inflação.

²³ A esse respeito cabe lembrar os resultados encontrados por Schmidt-Hebbel & Wener (2002). Os autores comparam o desempenho de Brasil, México e Chile com outros que adotam metas para a inflação e concluem que a inflação de fato evolui de forma mais satisfatória nesses três países, mas há algum aumento da taxa de sacrifício (perda e produto por ponto percentual de redução de inflação) no caso do Brasil e do México.

anteriormente, os mandatos fixos, com as ressalvas usuais, talvez com término de um ano após o mandato do presidente da República²⁴; a responsabilidade do CMN pela fixação e revisão das metas para a inflação, mediante proposta do ministro da Fazenda; a responsabilidade do Bacen pelo cumprimento das metas; a prerrogativa do ministro da Fazenda a respeito das decisões do Copom; as regras para a solução de conflitos entre o ministro da Fazenda e o Bacen, incluindo a obrigatoriedade de o ministro apresentar publicamente a justificativa em caso de discordância do Copom, justificativa esta acompanhada da posição do Bacen.

Finalmente, vale observar que a mudança legal na relação entre o governo e o Bacen visa introduzir a autonomia instrumental no contexto da adoção do regime de metas para a inflação no Brasil. Desse modo, qualquer decisão no sentido de abandonar esse regime implica também na revisão da legislação do Bacen, pois, caso contrário, a autonomia deixa de ser instrumental e passa a ser de objetivos.

OUTROS ASPECTOS

A existência de mandatos fixos, longos ou escalonados, é normalmente acompanhada de ressalvas, como a insuficiência de desempenho ou algum desrespeito dos dirigentes do banco central ao ordenamento jurídico. Quanto à primeira possibilidade, a dificuldade reside em avaliar o desempenho.

Uma opção óbvia é o cumprimento da meta para a inflação, o que, se de um lado eleva a credibilidade da política monetária, de outro, reduz a flexibilidade. O mais adequado seria avaliar o controle da inflação em função do custo em termos de produção e taxa de desemprego, algo difícil de operacionalizar. Atualmente, o presidente do Bacen precisa justificar publicamente ao ministro da Fazenda o descumprimento da meta, mas não está prevista punição caso a justificativa seja rejeitada.

Quanto à segunda possibilidade, o desrespeito ao ordenamento jurídico, a dificuldade reside na demora com que os indícios são confirmados ou desmentidos pelos órgãos competentes. Embora o cidadão só possa ser condenado após o julgamento, o cargo de presidente do Bacen é por demais importante para que o moral do seu ocupante esteja em

²⁴ Saddi (1997, pp. 186-92) faz uma discussão jurídica sobre o mandato dos dirigentes do Bacen, tomando como referência a Constituição Federal. Uma questão importante é a possibilidade ou não de tratar do tema por meio de legislação infraconstitucional: “...seria temerário alargar o mandato por via infraconstitucional, estabelecendo mandatos fixos mais longos com o intuito de proteger seus ocupantes das diversas pressões.” (p. 190).

questão (precisa ser e parecer honesto). Nesses casos, o ideal é a renúncia, mas como se trata de um ato voluntário, a demissão a critério do governo, com aprovação do Senado Federal, precisa estar prevista.

Outro ponto importante é a composição do CMN e do Copom, em vista da relevância desses colegiados. A atual composição do primeiro foi estabelecida em 1995 e inclui os ministros da Fazenda e do Planejamento, Orçamento e Gestão e o presidente do Banco Central²⁵. O Copom, como já visto, é composto pelo presidente e pelos diretores do Bacen.

Maziero & Werlang (2004, pp. 333-7) sugere que o CMN e o Copom passem a contar com membros dotados de conhecimento técnico, de fora do governo, e que o presidente do Bacen seja excluído do CMN. Outros sugerem que o CMN seja composto também por representantes de parcelas da sociedade.

A dificuldade aqui reside em evitar que o conflito de interesses interfira nas decisões públicas de alta relevância. Talvez seja interessante, entretanto, que as reuniões se organizem em partes, a primeira aberta à avaliação de membros de fora do governo, cujos resultados podem ser levados em conta no momento da tomada de decisões.

No que se refere à participação do Congresso Nacional nos assuntos relativos à política monetária, cabe a aprovação pelo Senado Federal da indicação e da demissão, nos casos previstos, dos dirigentes do Bacen²⁶.

Já está prevista apresentação semestral do Bacen em reunião conjunta das comissões pertinentes da Câmara e do Senado^{27,28}. O exato

²⁵ A atual composição do CMN está definida no art. 8º da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, a mesma que instituiu o Plano Real. Antes dela, o CMN era composto pelo ministro da Fazenda, pelos presidentes do Banco do Brasil e do BNDES, além de sete membros nomeados pelo Presidente da República, após aprovação do Senado Federal, escolhidos entre brasileiros de ilibada reputação e notória capacidade em assuntos econômico-financeiros, com mandato de sete anos, podendo ser reconduzidos. Os ministros da Indústria e do Comércio e do Planejamento, Orçamento e Gestão podiam participar das reuniões do CMN.

²⁶ O art. 52, III, “d”, da Constituição Federal determina que é competência privativa do Senado Federal aprovar, por voto secreto, após arguição pública, a escolha do presidente e dos diretores do Bacen. O art. 84, XIV, da Carta, estabelece a competência privativa do Presidente da República para nomear esses dirigentes, após aprovação do Senado Federal.

²⁷ O procedimento está previsto no art. 9º, § 5º, da Lei de Responsabilidade Fiscal. A redação do parágrafo é a seguinte: No prazo de noventa dias após o encerramento de cada semestre, o Banco Central do Brasil apresentará, em reunião conjunta das comissões temáticas pertinentes do Congresso Nacional, avaliação do cumprimento dos objetivos e metas das políticas monetária, creditícia e cambial, evidenciando o impacto

conteúdo dessa apresentação precisa ser melhor estabelecido, de forma a aproximá-la de uma espécie de prestação de contas. Esta deve demonstrar os resultados alcançados pela política monetária e os custos associados, bem como os caminhos que se pretende seguir, dentre as opções disponíveis. As comissões, por sua vez, podem apresentar relatórios tecnicamente abalizados que analisem a prestação de contas e apresentem recomendações²⁹.

Há ainda a necessidade de aprovação no Congresso Nacional da programação monetária trimestral preparada pelo Bacen e aprovada no CMN³⁰. A tramitação da matéria recebe uma atenção meramente formal e, muitas vezes, a deliberação ocorre ao término do trimestre de que trata a programação. Parte desse desinteresse se deve à pouca importância do tema em um regime de metas para a inflação, na qual os agregados monetários são apenas algumas das inúmeras variáveis a serem monitoradas para definir a política monetária.

Por fim, cabe comentar a distribuição dos resultados do Bacen. Estes, negativos ou positivos, são transferidos à União³¹. Trata-se de um

e o custo fiscal de suas operações e os resultados demonstrados nos balanços. Relacionada a essa previsão está o art. 7º, §§ 2º e 3º, da mesma Lei.

²⁸ Vale lembrar ainda que as comissões da Câmara e do Senado podem convocar ou convidar o ministro da Fazenda e o presidente do Bacen para tratar dos assuntos relacionados à política monetária e à política econômica de forma geral. Esse recurso é utilizado com certa regularidade.

²⁹ Essa análise poderia referenciar-se no anexo previsto no art. 4º, § 4º, da Lei de Responsabilidade Fiscal, que deve vir juntamente com o projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO). Esta é enviada anualmente pelo Presidente da República ao Congresso Nacional até o dia 15 de abril do ano anterior ao ano a que se refere. O anexo contém os objetivos da política monetária, bem como outras informações para o ano seguinte. O problema é que existe uma grande defasagem de tempo entre a apresentação do Bacen e a tramitação da correspondente LDO e os números aí contidos tornam-se totalmente defasados.

³⁰ O procedimento está previsto no art. 6º da Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995.

³¹ A transferência para a União está definida no art. 7º da Lei de Responsabilidade Fiscal. Quanto ao aspecto quantitativo dos resultados do Bacen, a sua dimensão e variabilidade chamam a atenção. Essas características decorrem da importância das atribuições da Autarquia, bem como da instabilidade usual da economia brasileira. Mesmo considerados esses fatos, no entanto, o tamanho do ativo/passivo do Bacen parece exageradamente elevado. Em junho de 2004, o ativo/passivo era de R\$ 512 bilhões, sendo, no ativo, R\$ 258 bilhões de títulos públicos federais e R\$ 189 bilhões de operações da área externa. No passivo, destacam-se R\$ 107 bilhões em obrigações em moeda estrangeira, R\$ 80 bilhões em depósitos de instituições financeiras, R\$ 139 bilhões em depósitos à ordem do governo federal e R\$ 91 bilhões em compromissos de recompra de títulos públicos. A título de comparação, o ativo/passivo do FED era de R\$ 630 bilhões ao final de 2003, ao câmbio de R\$ 3,00. Deve-se lembrar, entretanto, que a economia americana é cerca de 10 vezes maior que a brasileira. É possível que boa parte dos valores do Bacen não possua relevância econômica. De qualquer modo, o princípio

procedimento apropriado, pois não estimula o Bacen a adotar políticas orientadas para o aumento do orçamento à sua disposição. Ademais, os resultados derivam em parte do monopólio de emissão de moeda.

Associada ao tema dos resultados, a alegação de que o governo interfere na autonomia do Bacen por meio da aprovação de orçamento incompatível com suas atribuições não parece apropriado ao caso brasileiro³². Em primeiro lugar, o problema afeta todos os órgãos da administração pública e deriva das restrições fiscais; em segundo, o perfil profissional de boa parte dos dirigentes do Bacen não sugere que possam ser influenciados pelas restrições salariais usuais da administração pública.

VI. 4 COMPATIBILIDADE ENTRE AS FUNÇÕES DO BACEN

A legislação confere ao Bacen inúmeras competências. Além da gestão da política monetária, destacam-se as relativas à estabilidade do sistema financeiro e à administração do regime cambial³³.

Inclui-se na primeira as operações com instituições financeiras, fiscalização e regulamentação prudencial. A segunda envolve a administração das reservas internacionais e da taxa de câmbio, bem como a definição das normas que regulam as operações entre residentes e não residentes e com divisas.

Não se pretende repetir aqui as considerações já feitas na quinta parte deste trabalho. Vale apenas lembrar que a aceitação de que o Bacen tenha outras funções além da gestão da política monetária supõe que elas não representem obstáculos importantes para a estabilidade de preços. Caso contrário, a definição clara do objetivo e a maior autonomia não contribuem para melhorar a credibilidade da política monetária.

A aceitação da hipótese da compatibilidade entre as atribuições tradicionais do banco central não é consensual, especialmente quanto à administração do regime cambial. No caso das atividades relativas à estabilidade do sistema financeiro, excetuadas as operações junto às instituições financeiras ilíquidas, a tendência internacional parece ser a transferência da atribuição a outra agência, para que o banco central mais

da transparência contábil requer que se façam os ajustes contábeis cabíveis, ainda mais se houver a opção pela autonomia.

³² O art. 5º, § 6º, da Lei de Responsabilidade Fiscal determina que integrem o orçamento da União as despesas administrativas do Bacen, como pessoal e encargos sociais, benefícios e assistência aos servidores, custeio e investimentos.

³³ Essas atribuições estão definidas nos arts. 10 e 11 da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, com as revisões posteriores.

autônomo concentre-se na estabilidade de preços, a exemplo da citada experiência do Reino Unido.

Outra razão para a separação é a necessidade de fortalecer o poder público diante da conglomeração dos serviços financeiros, o que tem levado à opção pela especialização e concentração em uma única agência das atividades relativas ao controle desses serviços. O Reino Unido é novamente o exemplo mais marcante.

Além da necessidade de se avaliar a compatibilidade entre a manutenção de atribuições importantes na alçada do Bacen e o objetivo da estabilidade de preços, é preciso verificar também a compatibilidade com a própria concessão de autonomia. A teoria econômica, como se viu, justifica a autonomia como necessária à gestão da política monetária e não à execução das demais atribuições mantidas pelo Bacen.

Ademais, não há como deixar de reconhecer que manter no Bacen todas as atuais atribuições depois de lhe conferir autonomia representa uma grande concentração de poder. Nesse caso, o Bacen autônomo pode, por exemplo, decidir o quanto emprestar às instituições financeiras, algumas delas insolventes, além de autorizar o funcionamento e definir as regras de atuação dessas instituições. Quanto à administração do regime cambial, o Bacen pode definir o tamanho das reservas internacionais e o nível da taxa de câmbio, bem como deliberar sobre o grau de abertura financeira do país e de conversibilidade da moeda³⁴.

É certo que essas e outras decisões tenham que ser aprovadas no CMN, mas, de qualquer modo, a responsabilidade pela atribuição

³⁴ Maziero & Werlang (2004, p. 336) são favoráveis a que o Bacen preserve a supervisão e a regulamentação do sistema financeiro, desde que não haja conflito com a busca da estabilidade de preços. A razão para manter essa atribuição é evitar a duplicidade com outro órgão, já que o Bacen continuaria a precisar de informações sobre o sistema financeiro para executar a política monetária. Entretanto, a duplicidade não parece ser razão suficientemente relevante. Ademais, nada impede a troca de informações entre órgãos. Para os autores, o controle das reservas internacionais também pode permanecer com o Bacen, embora deva ser permitido ao Tesouro Nacional atuar no mercado de câmbio. Saddi (1997, pp. 204-7 e 234-9) concorda com o diagnóstico do excesso de atribuições ao afirmar que o Bacen mescla funções legislativas, executivas, judiciárias (liquidação extrajudicial), policiais (fiscalização) e diplomáticas (acordos na área financeira). Conclui ainda que: “Para outorga-lhe autonomia é indispensável transferir outras atividades aos demais órgãos da Administração Pública Federal. As atividades atípicas como o controle dos dirigentes das instituições financeiras, as liquidações extrajudiciais, a administração do câmbio, a fiscalização dos consórcios, entre outras, devem ser redistribuídas pela administração, a fim de que o Banco Central possa deter as ferramentas e a especialização necessárias para gerir a moeda e assegurar a estabilidade.” (pp. 206-7).

implica no controle da informação e do conhecimento, o que permite ao órgão responsável interferir decisivamente no processo decisório.

Enfim, a concessão de autonomia ao Bacen com o objetivo de buscar a estabilidade de preços pressupõe definir o destino das atribuições relativas à estabilidade do sistema financeiro e à administração do regime cambial. Dada a profundidade atual da discussão sobre o tema, entretanto, a escolha da distribuição adequada de atribuições certamente requer a existência de mais estudos.

VI.5 PRINCIPAIS OBSTÁCULOS À GESTÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

A construção da credibilidade da política monetária no Brasil precisa enfrentar desafios com distintos graus de complexidade. A autonomia do Bacen é um desses desafios, assim como outros que envolvem alterações nos procedimentos operacionais do regime de metas para a inflação. Um problema importante é a inércia que, diante dos choques econômicos, dificulta o cumprimento das metas de vários períodos. A esse respeito, cabe encontrar solução para os contratos que prevêm indexação das tarifas de certos serviços públicos.

Os desafios mais importantes, entretanto, certamente mais complexos que a concessão ou não de autonomia ao Bacen, são a fragilidade fiscal e externa da economia brasileira. A crise econômica vivida pelo Brasil no segundo semestre de 2002 inspirou alguns trabalhos como os de Blanchard (2004) e Favero & Giavazzi (2004) a tratarem dos riscos de uma política de juros mais agressiva em contextos de muita instabilidade, nos quais o mercado questiona de forma incisiva a capacidade do governo de servir a dívida pública e/ou de atender às necessidades de financiamento externo.

Os autores apontam a possibilidade de uma dinâmica perversa em situações como essas, especialmente no regime de metas para inflação, no qual a política monetária tende a reagir com certo automatismo aos possíveis efeitos da desvalorização cambial sobre as expectativas inflacionárias. Dado o tamanho da dívida e seu perfil em termos de prazo e dependência do dólar, reagir às desvalorizações cambiais com aumentos da taxa de juros em momentos de crise pode, ao contrário do resultado tradicional, elevar as incertezas do mercado, provocar novas desvalorizações, mais dívida pública, mais inflação e assim por diante.

Trata-se de um caso de dominância fiscal, em que a política monetária passa a depender decisivamente da política fiscal para surtir os efeitos desejados. É certo que desde 2002 a situação fiscal e externa

apresentou significativas melhoras, mas a economia ainda deverá testar a capacidade de crescer sem dependência excessiva do financiamento externo, sujeita a um ambiente internacional bastante imprevisível.

Os possíveis efeitos negativos da política monetária em meio a uma dinâmica perversa como a descrita acima traz à tona a relevância que o Bacen confere aos efeitos da política de juros sobre a situação fiscal do país. A avaliação superficial dos documentos divulgados pela Autarquia sugere que o tema não é prioritário. A análise parece se concentrar nos efeitos da taxa de juros sobre a inflação e, secundariamente, sobre a produção.

A ênfase do Bacen é até justificável diante do seu objetivo prioritário que é a estabilidade de preços. Possivelmente a ênfase se intensifique com a autonomia do Bacen. Entretanto, o fato enaltece a importância da possibilidade de o governo impor diretrizes à política monetária, em certas circunstâncias e obedecidos determinados procedimentos. A possibilidade aumenta as chances de atuação coordenada entre a autoridade fiscal e a monetária, em particular quanto à escolha das combinações mais apropriadas de taxa de juros e de superávit fiscal.

VII – CONCLUSÕES

Pretendeu-se aqui tratar das várias questões relacionadas ao tema da autonomia do banco central. Depois do histórico sobre os bancos centrais, levantaram-se os fundamentos teóricos e os resultados empíricos das pesquisas que buscaram descobrir os efeitos econômicos da autonomia. Em seguida, alguns outros aspectos essenciais foram considerados, como a compatibilidade entre a autonomia, de um lado, e a democracia e as demais atribuições tradicionais dos bancos centrais, de outro. Por fim, utilizaram-se os achados das partes anteriores para tratar da autonomia do Bacen.

Dentre os fundamentos teóricos da autonomia do banco central, o mais influente foi o que aponta a existência de um viés inflacionário decorrente da falta de credibilidade da política monetária para perseguir a estabilidade de preços. Esse problema surge diante da existência de vários objetivos a nortear a ação do banco central, alguns dos quais incompatíveis com o controle da inflação.

A autonomia do banco central visa construir a credibilidade da política monetária e, com isso, reduzir ou eliminar o viés inflacionário. Ao mesmo tempo, preserva a flexibilidade exigida para que a política

monetária possa contribuir com a estabilização da produção e da taxa de desemprego em torno das respectivas tendências de longo prazo.

O arranjo institucional que garanta a autonomia confere ao banco central o claro objetivo de perseguir a estabilidade de preços e a autoridade para tomar as decisões necessárias para alcançá-lo. Esta autoridade demanda restrições a demissões dos dirigentes do banco central, o que leva aos mandatos fixos, longos e escalonados.

A opção pela autonomia seguida por inúmeros países durante a década de noventa esteve relacionada ao regime de metas para inflação, com a exceção relevante do Banco Central Europeu. Nesse contexto, a autonomia assume a forma instrumental e não a de objetivos, vale dizer, o governo adota a meta e o banco central usa livremente os instrumentos para alcançá-la.

A formatação do regime de metas e a execução da política monetária buscam compatibilizar a credibilidade e a flexibilidade da política monetária. A credibilidade permite que as metas pavimentem o caminho à estabilidade de preços e a flexibilidade permite que os efeitos negativos dos choques econômicos sobre a produção e a taxa de desemprego possam ser compensados.

Existem, entretanto, importantes cuidados a serem tomados para que a autonomia leve aos resultados esperados pela sociedade. A autonomia pode levar à excessiva valorização do controle da inflação e, por consequência, a custos desnecessários em termos de produção e de taxa de desemprego. Este risco é particularmente importante quando se considera que parte relevante das pesquisas empíricas indica que os custos das políticas de redução da inflação são diretamente proporcionais ao grau de autonomia dos bancos centrais que as adotam.

O excesso de conservadorismo do banco central pode ser reduzido por meio dos próprios mecanismos existentes no regime de metas para a inflação, tais quais os intervalos em torno da meta e a escolha do horizonte adequado para alcançá-la. Entretanto, estes mecanismos não são suficientes para garantir a flexibilidade da política monetária. É preciso ainda que o governo tenha a prerrogativa de determinar a diretriz da política monetária. Tal possibilidade é justificável ainda pelo fato de que o governo é o responsável final pela política monetária diante dos eleitores.

O uso da prerrogativa, no entanto, não pode ser banalizado, o que prejudicaria a credibilidade da política monetária. Por isso, tal recurso deve ser exercido com base em certos procedimentos previamente definidos. Entre eles está a exigência de o governo justificar publicamente a imposição de diretriz à política monetária. Acredita-se que o custo

político de tal determinação restrinja o uso da prerrogativa a circunstâncias econômicas especiais.

Outro risco da autonomia, relacionado com a existência de restrição à demissão dos dirigentes do banco central, é a sujeição do órgão e da política monetária a grupos de interesse influentes. Esse risco pode ser reduzido com a definição clara de objetivos e de critérios de avaliação dos resultados alcançados pelo banco central. A esse respeito, a formalização da estabilidade de preços como objetivo prioritário e a adoção do regime de metas para a inflação são particularmente úteis.

Quanto às outras atribuições tradicionais do banco central, cabe considerar a compatibilidade com a gestão da política monetária. Trata-se de um tema controverso. Alguns acreditam que as funções relacionadas à estabilidade do sistema financeiro e à administração do regime cambial devem ser exercidas fora do banco central para que não afetem a credibilidade da política monetária na busca da estabilidade de preços. A experiência internacional indica que essa posição tem prevalecido no caso das atribuições relativas à estabilidade do sistema financeiro.

Finalmente, não se pode superestimar as implicações esperadas da autonomia formal do banco central. Ela nada pode fazer onde não há suporte político para adotar as políticas e instituições necessárias ao controle da inflação em níveis desejáveis. Nesses casos, usualmente prevalece a dominância fiscal e o elevado grau de inércia inflacionária, entre outros fatores que restringem qualquer possibilidade da política monetária perseguir a estabilidade de preços.

As pesquisas empíricas que tratam da relação entre autonomia do banco central e nível de inflação indicam que existe associação, mas não meramente causal. A autonomia integra as políticas e instituições adotadas a partir do surgimento de suficiente suporte político ao controle da inflação e, muitas vezes, aparece apenas para preservar uma inflação já domesticada.

No Brasil, após a redução da inflação para níveis mais civilizados, adotou-se o regime de metas para a inflação, em 1999. Nesse contexto, discute-se a admissão da autonomia instrumental do Bacen. A intenção é elevar a credibilidade da política monetária para, ao longo do tempo, alcançar a estabilidade de preços, por meio das metas.

A formatação adequada da autonomia do Bacen pode alcançar o resultado desejável, se as considerações feitas anteriormente forem levadas em conta. A previsão legal de restrições à demissão dos dirigentes deve vir acompanhada da estabilidade de preços como objetivo prioritário de longo prazo, a ser perseguido mediante metas para a inflação.

A garantia da flexibilidade da política monetária requer a qualificação do objetivo prioritário de forma a prever que, embora no longo prazo a preocupação seja a estabilidade de preços, no curto prazo, os efeitos dos choques econômicos sobre a produção e a taxa de desemprego precisam ser levados em conta. Ademais, deve estar prevista a prerrogativa do governo de estabelecer diretrizes à política monetária, por intermédio de procedimentos bastante precisos, seja quanto à definição e revisão das metas, seja quanto à taxa de juros.

Mesmo atendidas as recomendações feitas acima, deve-se estar atento para os desafios a novas conquistas no campo da inflação e que certamente vão muito além da concessão ou não de autonomia ao Bacen. Entre os desafios menos complexos está o ainda elevado grau de inércia a prejudicar o cumprimento das metas. Os mais sérios decorrem da fragilidade fiscal e externa da economia brasileira, apesar das conquistas logradas desde 2002.

BIBLIOGRAFIA

Alesina, Alberto. Macroeconomic policy in a two-party system as a repeated game. *The Quarterly Journal of Economics*, n. 102, p. 651-678, Aug. 1987.

Alesina, Alberto. Macroeconomics and politics. *NBER Macroeconomics Annual*, v. 3, p. 13-52, 1988.

Alesina, Alberto. Alternative monetary regime: a review essay. *Journal of Monetary Economics*, v. 21, p. 175-183, 1988.

Alesina, Alberto. Comment. *NBER Macroeconomics Annual*, v. 10, p. 287-295, 1995.

Alesina, A.; L. H. Summers. Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 25, n. 2, p. 151-162, May 1993.

Alesina, A ; R. Gatti. Independent central banks: low inflation at no cost? *The American Economic Review*, v. 85, n. 2, p. 196-200, May 1995.

Ball, L.; N. Sheridan. *Does inflation targeting matter?* Cambridge, MA : National Bureau Economic Research, 2003. (NBER Working Paper Series, n. 9577). Disponível em < <http://www.nber.org/papers/w9577> >.

Barro, R. J.; D. R. Gordon. A Positive theory of monetary policy in a natural rate model. *Journal of Political Economy*, v. 91, n. 4, p. 589-610, Aug. 1983a.

Barro, R. J.; D. R. Gordon. Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, v. 12, p. 101-120, 1983b.

Bennett, H.; N. Loayza. Policy biases when the monetary and fiscal authorities have different objectives. In: Loayza, N.; K. Schmidt-Hebbel (orgs.): *Monetary policy: rules and transmission mechanisms*. Santiago : Central Bank of Chile, 2002.

Bernanke, B., T. Laubach, F. Mishkin ; A. Posen. *Inflation Targeting: Lesson from the international experience*. Princeton, NJ : Princeton University Press, 1999.

Blanchard, Olivier. *Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil*. Cambridge, MA: National Bureau Economic Research, 2004. (NBER Working Paper Series, n. 10389).

Blinder, Alan. What central bankers could learn from academics – and vice versa. *Journal of Economic Perspective*, v. 11, n. 2, p. 3-19, Spring, 1997.

Blinder, Alan. *Central banking in theory and practice*. Cambridge, MA: MIT Press, 1998.

Blinder, Alan. *Central bank credibility: why do we care? How do we build it?* Cambridge, MA: National Bureau Economic Research, 1999. (NBER Working Paper Series, n. 7161).

Bogdansky, J., A. A. Tombini; S. R. C. Werlang. Implementing inflation targeting in Brazil. 2000. (*Banco Central do Brasil Working Paper Series*, n. 1). Disponível em < http://www.brasilemb.org/profile_brazil/bogdanski.pdf >

Brasil. Ministério da Fazenda. Banco Central do Brasil. *Relatório de Inflação*. Brasília, 2004. Disponível em: < <http://www.bc.gov.br/> >.

Brasil. Ministério da Fazenda (2003). *Política econômica e reformas estruturais*. Brasília, 2003. Disponível em: < <http://www.fazenda.gov.br/> >

Calvo, Guillermo A. On the time inconsistency of optimal policy in a monetary economy. *Econometrica*, n. 46, p. 1411-1428, 1978.

Carvalho, Ferdando Cardim. Independência do Bacen e disciplina monetária. *Revista de Economia Política*, v. 15, n. 4, p. 134-141, out./dez. 1995.

Castellani, F. ; X. Debrun. *Central bank independence and the design of fiscal institutions*. Washington: International Monetary Fund, 2001. (IMF Working Paper, n. 1).

Cukierman, Alex. Central bank independence and monetary control. *The Economic Journal*, n. 104, p. 1437-1448, Nov. 1994.

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

Daunfeldt, S.; X. Luna. *Central bank independence and price stability: Evidence from 23 OECD-countries*. Suécia: Umea University, 2003. (Umea Economic Studies, n. 589)

De Haan, Jacob. *Why does central bank independence yield lower inflation?: a taxonomy of arguments and empirical evidence*. University of Groningen, 1995.

De Haan, Jakob. The European Central Bank: independence, accountability and strategy: a review. *Public Choice*, n. 93, p. 395-426, 1997.

Drazen, Alan. *Political Economy in Macroeconomics*. New Jersey: Princeton University Press, 2002.

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

Eijffinger, S. ; J. De Haan (1996). *The Political economy of central bank independence*. New Jersey: Princeton University, 1996. (Special Papers in International Economics, n 19),

Fazero, C.A. ; F. Giavazzi. *Inflation targeting and debt: lessons from Brazil*. Cambridge, MA: National Bureau Economic Research, 2004. (NBER Working Paper Series, n.10390).

Fischer, Stanley. Central-bank independence revisited. *The American Economic Review*, v. 85, n. 2, May, p. 201-206, 1995.

Fischer, Stanley. The Unending search for monetary salvation. *NBER Macroeconomics Annual*, v. 10, p. 275-298, 1995.

Fraga, A., Goldfajn, I ; Minella, A. *Inflation Targeting in emerging market economies*. Cambridge, MA: National Bureau Economic Research, 2003. (NBER Working Papers, n. 10019).

Friedman, Milton (1982). Monetary policy: theory and practice. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 14, n. 01, p. 98-118, Feb. 1982.

Goodhart, Charles. Central banking. In: Eatwell, J., M. Milgate ; P. Newman, (orgs.), *The New Palgrave - Money*. London: Macmillan Press, 1989.

Grilli, V, D. Masciandaro ; G. Tabellini. Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries. *Economic Policy*, v. 13, p. 341-392, 1991

Gutiérrez, Eva. *Inflation performance and constitutional central bank independence: evidence from Latin America and the Caribbean*. 2003. (IMF Working Paper)

Hetzel, Robert L. Central bank independence in historical perspective: a review essay. *Journal of Monetary Economics*, n. 25, p. 165-176, 1990.

Kane, E. J. Politics and FED policymaking: the more things change the more they remain the same. *Journal of Monetary Economics*, n. 06, p. 203-207, 1980.

Kydland, F. E; E. C. Prescott. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3, June, 1977.

Lohmann, Susanne. Optimal commitment in monetary policy: credibility versus flexibility. *The American Economic Review*, v. 82, n. 1, p. 273-286, Mar. 1992.

Lundberg, Eduardo. Política monetária e supervisão do sistema financeiro nacional no Banco Central do Brasil. Brasília, 2000. (Banco Central do Brasil Working Paper Series, n. 2).

Mangano, Gabriel. Measuring central bank independence: a tale of subjectivity and of its consequences. *Oxford Economic Papers* , n. 50, p. 468-492, 1998.

Maziero, P; S. R. C. Werlang. Política monetária e autonomia do banco central. In: Giambiagi, F., J. G. Reis; A. Urani (orgs.): *Reformas no Brasil: Balanço e Agenda*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004.

- McCallum, Bennett T. Crucial issues concerning central bank independence. *Journal of Monetary Economics*, n, 39, p. 99-112, 1997.
- Minella, A., P. S. Freitas, I. Goldfajn; M. K. Muinhos. Inflation Targeting in Brazil: constructing credibility under exchange rate volatility. Brasília, 2003. (Banco Central do Brasil Working Paper Series, n. 77).
- Mishkin, F. S. ; K. Schmidt-Habbel. A Decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know? In: Loayza, N; Soto, R. (orgs.). *Inflation targeting: design, performance, challenges*. Santiago: Central Bank of Chile, 2002. p. 171-219.
- Mishkin, Frederic S. *Can inflation targeting work in emerging market countries?* Cambridge, MA: National Bureau Economic Research, 2004. (NBER Working Paper, n. 10646).
- Nordhaus, W. Policy games: coordination and independence in monetary and fiscal policies. *Brooking Papers on Economic Activity*, n. 2, p.139-215, 1994.
- Persson, T.; G. Tabellini. Designing Institutions for monetary stability. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1993, v. 39, 1993.
- Posen, Adam S. Declarations are not enough: financial sector sources of central bank independence. *NBER Macroeconomics Annual*, v. 10, p. 253-274, 1995.
- Posen, Adan S. Central bank independence and disinflationary credibility: a missing link? *Oxford Economic Papers*, n. 50, p. 335-359, 1998.
- Rogoff, Kenneth. The Optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *The Quarterly Journal of Economics*, v. C, n. 4, p. 1169-1189, Nov. 1985.
- Sabbán, V. C, M. G. Rozada; A. Powell. *A New test for the success of inflation targeting*. 2003. *Mimeo*.
- Sargent, T; N. Wallace. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, v. 5, n. 3, 1981.

Schwartzman, Alexandre. Metas para a inflação: imperfeitas para um mundo imperfeito. In: Giambiagi, F., J. G. Reis; A. Urani (orgs.): *Reformas no Brasil: Balanço e Agenda*. Rio de Janeiro : Nova Fronteira, 2004.

Saddi, Jairo. *O Poder e o cofre repensando o banco central*. São Paulo: Textonovo 1997.

Sikken, B. J.; J. De Haan. Budget deficits, monetization, and central-bank independence in developing countries. *Oxford Economic Papers*, v. 50, n. 3, p. 493-511, July 1998.

Schmidt-Hebbel, K.; A. Warner. Inflation targeting in Brazil, Chile and Mexico: performance, credibility and the exchange rate. *Economia*, v. 2, n. 2, Spring, 2002.

Souza, M. L. , Castro, M. F. Independência política e econômica do Banco Central do Brasil. *Caderno de Ciência Política*, Brasília, n. 17, 1995.

Sterne, Gabriel. Inflation targets in a global context. In: Loayza, N. , Soto, R. (orgs.), *Inflation targeting: design, performance, challenges*. Santiago : Central Bank of Chile, 2002. p. 23-77.

Svensonn, L.. Optimal inflation targets, “conservative” central banks, and linear inflation contracts. *CEPR Discussion Paper*, n. 1249, 1995.

Swinburne, M.; M. Castello-Branco. *Central bank independence: issues and experience*. 1991. (*IMF Working Paper*)

Toma, M. Inflationary bias of the Federal Reserve System: a bureaucratic perspective. *Journal of Monetary Economics*, n. 10, p. 163-190, 1982.

Toniolo, Gianni. *Central bank's independence in historical perspective*. New York : Columbia University Press, 1991.

Walsh, Carl. Optimal contracts for central bankers. *The American Economic Review*, v. 85, n. 1, p. 150-167, May 1995.

Walsh, Carl E. Recent central-bank reforms and the role of price stability as the sole objective of monetary policy. *NBER Macroeconomics Annual*, v. 10, p. 237-252, 1995.

Waller, Christopher, J. Monetary policy games and central bank politics. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 21, n. 4, Nov. 1989.

Waller, Christopher, J. A bargaining model of partisan appointments to the central bank. *Journal of Monetary Economics*, n. 29, p. 411-428, 1992.

Wu, Tomas, Y. *Does inflation targeting reduce inflation? An analysis for the OECD industrial countries*. Brasília, 2004. (Banco Central do Brasil Working Paper Serie, n. 83).

DEBATES DA CONSULTORIA LEGISLATIVA EM 2003

DATA	TEMA	EXPOSITOR
12/5	Reforma da Previdência	Gilberto Guerzoni, Fernando Meneguim, Flávio Faria (Consultor CD) e Ricardo Miranda
19/5	Financiamento de Campanha no Brasil	David Samuels (Professor da Universidade de Minnesota)
23/6	Reforma política: o que foi aprovado no Senado e a quantas anda a tramitação dos projetos na Câmara	Arlindo Fernandes de Oliveira e Caetano Ernesto P. de Araújo
30/6	Exposição sobre o novo rito de tramitação das medidas provisórias: problemas práticos e conflito Câmara X Senado	Paulo Henrique Soares
14/7	Aspectos constitucionais e legais da incidência do ICMS sobre tributação do petróleo	Patrocínio Silveira
21/7	Relatório do Deputado Pimentel sobre reforma da previdência	Gilberto Guerzoni
28/7	Regulamentação do art. 192: a nova safra de projetos	Marcos Mendes e Marcos Kohler
18/8	Regulação do Setor de Telefonia	César Mattos (Consultor da CD)
8/9	Impactos sociais da atividade mineral	Edmundo Montalvão
	Financiamento do Fundo de Desenvolvimento da Educação Básica (Fundeb)	Renato Friedman e João Monlevade
	Lavagem de dinheiro: legislação e evolução institucional	Tiago Ivo Odon e Joanisval Brito
	Agências Reguladoras: limites legais de atuação	Omar Abud
	Spread bancário	Marcos Kohler
	Projetos de lei que criam despesas: restrições impostas pela Lei de Responsabilidade Fiscal . Parte I	Fernando Veiga (Consultor de Orçamento)
	Projetos de lei que criam despesas: restrições impostas pela Lei de Responsabilidade Fiscal. Parte II	Fernando Dias e Marcos Mendes
	Captura de transferências fiscais a estados e municípios	Marcos Mendes
	Reforma Tributária	Renato Friedman
	A mecânica do ICMS e a guerra fiscal	Moisés de Sillos
	Tribunal Penal Internacional: estrutura e meios de atuação	Tarciso dal Maso Jardim

DEBATES DA CONSULTORIA LEGISLATIVA EM 2004

DATA	TEMA	EXPOSITOR
26/01	Regulação do Setor Elétrico	Edmundo Montalvão
02/02	Lei de Falências	Humberto Lucena e Marcos Köhler
09/02	O que reelege um prefeito?	Marcos Mendes e Carlos Alexandre Rocha
08/03	Parcerias Público-Privadas	Romiro Ribeiro – Consultor de Orçamentos da CD
05/04	Três anos de metas de inflação	Paulo Springer
03/05	Redução no número de vagas nas eleições para vereadores, decorrente da decisão do TSE	Eurico Cursino dos Santos
24/05	Proposta de criação de cotas nas universidades federais para alunos das escolas públicas.	João Monlevade
07/06	Programação do Resultado Fiscal de 2005 e 2006	Fernando Dias
25/06	Sobre as eleições presidenciais nos EUA. com deputados norte-americanos	Deputados Susana Mendoza e Erik Paulsen; debatedor Prof. David Fleischer do Departamento de Ciência Política da Universidade de Brasília.
27/09	Prevenção de corrupção em licitações públicas.	Luiz Fernando Bandeira