

# Banco Central Independente e coordenação das políticas macroeconômicas: lições para o Brasil<sup>1</sup>

---

*M<sup>a</sup> Cristina Penido de Freitas<sup>2</sup>*

## **Resumo**

Este artigo pretende refletir sobre a questão da independência do banco central e de coordenação de políticas econômicas, com o intuito de mostrar que há alternativa à visão dominante, favorável à independência do banco central e à primazia da política monetária. Com esse propósito, é realizada uma revisão da literatura pertinente ao tema, contrapondo as correntes novo-clássica e pós-keynesiana. Em seguida, discutem-se os efeitos da adoção da independência do banco central em uma economia periférica, como a brasileira, com moeda não conversível e uma enorme dívida social a resgatar.

**Palavras-chave:** Banco Central – Independência; Política econômica; Macroeconomia; Novo-clássicos; Pós-keynesianos; Brasil.

## **Abstract**

### ***Central bank independence and macroeconomic policy coordination: issues for Brazil***

This article examines the problem of central bank independence and macroeconomic policy coordination issues, arguing that alternatives exist to the dominant view favoring central bank independence and the primacy of monetary policy. The article begins by reviewing theoretical arguments developed by New Classical and Post-Keynesian economists. It then goes on to discuss the effects of the central bank independence in peripheral economies such as Brazil's, where the national currency is unconvertible and where grave social problems cannot be ignored.

**Key words:** Central Bank Independence; Macroeconomic policies; New classicals; Post-Keynesians; Brazil.

**JEL** E12, E58, E61.

## **Introdução**

Este artigo apresenta uma revisão da literatura sobre independência do banco central, contrapondo duas correntes do pensamento econômico contemporâneo: a novo-clássica que fornece os fundamentos teóricos para a defesa da independência do banco central, cuja ação teria o objetivo único de assegurar a estabilidade dos preços, e a pós-keynesiana, que sustenta que a política monetária também tem efeitos sobre as variáveis reais e deve ser implementada de forma coordenada com as demais políticas econômicas. Essas duas visões refletem, por sua vez, distinta apreensão da dinâmica da economia capitalista.

---

(1) Trabalho recebido em fevereiro de 2006 e aprovado em maio de 2006.

(2) Doutora em Economia pela Universidade Paris-XIII, professora da Universidade Paulista (Unip). A autora agradece os comentários e sugestões de Daniela Magalhães Prates e Carlos Eduardo Carvalho e do parecerista anônimo, se responsabilizando, como de praxe, por erros e omissões remanescentes.

Intenta-se mostrar que há alternativa à visão dominante que se pretende exclusiva. Ademais, procura-se refutar a noção de “despolitização” da política econômica e, em particular, da política monetária, sob alegação de que o Poder Executivo sempre é irresponsável e atua com viés inflacionário.

Dentro desse propósito, discutem-se na primeira seção os fundamentos da Escola Novo-Clássica e a tese da independência do banco central. Na seqüência, na segunda seção, a partir das contribuições de autores pós-keynesianos procura-se mostrar uma interpretação alternativa da natureza da moeda e das atribuições do banco central, ressaltando a não-neutralidade da política monetária. Finalmente, na terceira seção, analisam-se os efeitos da adoção da independência do banco central em uma economia como a brasileira, que ocupa uma posição absolutamente secundária na hierarquia do sistema monetário e financeiro internacional e na qual o resgate da enorme dívida social passa pela retomada do crescimento e pela adoção de políticas ativas de emprego e renda.

## **1 A Escola Novo-Clássica e a tese da independência do banco central**

### **1.1 Os postulados da Escola Novo-Clássica**

A Escola Novo-Clássica, também conhecida como Escola das Expectativas Racionais, surgiu no final da década de 1970 como uma dissidência da contra-revolução monetarista lançada por Milton Friedman nos anos 1960 – em reação à hegemonia do pensamento keynesiano neoclássico no pós-guerra, e rapidamente conquistou a posição dominante no pensamento econômico convencional ou ortodoxo. Embora essa escola estivesse em sua origem vinculada ao monetarismo e dele derivem várias de suas hipóteses, como a adesão à Lei de Say e à neutralidade da moeda no longo prazo, diferencia-se em vários aspectos dessa corrente, sobretudo, em refinamento metodológico e teórico e em proposições de política econômica, como destacam Screpanti e Zamagni (1995, p. 312).

A Escola Novo-Clássica, cujos principais representantes são os economistas Robert Lucas, Robert Barro e David Gordon, apóia suas proposições em três pilares centrais:

a) os agentes econômicos, maximizadores, otimizam também as informações e formam expectativas olhando tanto o passado como o futuro. São agentes racionais que possuem um entendimento perfeito e completo sobre o modo como a economia funciona;

b) hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego, a qual prevalecerá sempre na ausência de políticas-surpresa. Essa hipótese significa que o desemprego existente é voluntário (os agentes optam por mais lazer) ou friccional;

c) existência de viés inflacionário no comportamento do governo. Este, por razões políticas, busca resultados ainda que transitórios sobre as variáveis reais da economia.

Para essa escola, os agentes são racionais e antecipam qualquer intervenção governamental na economia, neutralizando seus efeitos. Assim, todo e qualquer agente sabe que uma maior oferta monetária provocará inflação tal como sugere a Teoria Quantitativa da Moeda. A decisão do governo em ampliar a oferta de moeda representa apenas uma mensagem de que os preços e salários irão aumentar, o que acarreta a elevação da inflação. Então os agentes se antecipam elevando preços e salários, mas nada ocorre em termos do nível da produção e do emprego.

Com o propósito de adequar o instrumental monetarista às hipóteses básicas do modelo teórico da Escola Novo-Clássica, Lucas formulou uma nova versão da Curva de Phillips, que expressa a relação entre a taxa de desemprego e o nível de preço da economia, conhecida como Curva de Phillips vertical. Ao contrário da versão de Friedman, segundo a qual os agentes formam expectativas com base nos acontecimentos passados (expectativas adaptativas), na versão de Lucas os agentes usam de forma racional as informações disponíveis, supostas completas e corretas, para tomar suas decisões, prevendo corretamente as decisões da política econômica e neutralizando os seus efeitos. Desse modo, a Curva de Phillips é vertical indicando que a taxa de desemprego corrente é igual à taxa de desemprego natural.

Apenas quando adota políticas monetárias que causam surpresa, o governo provocaria efeitos reais na economia. A surpresa seria causada por introdução de alguma nova variável ou alteração expressiva na magnitude das variáveis já existentes. Por exemplo, maior expansão monetária pode reduzir o desemprego no curto prazo, porém às custas de inflação. Todavia, tudo o que o governo consegue na prática é confundir os agentes e provocar distorções no curto prazo, em função dos erros de previsão. Uma vez compreendido o erro, os agentes racionais reajustariam suas posições e a taxa de desemprego corrente voltaria a ser igual à taxa de desemprego natural (Carvalho e outros, 2000). Reforça-se, assim, a hipótese de neutralidade da moeda, presente em todas as escolas do pensamento ortodoxo.<sup>3</sup>

Assim, a Escola Novo-Clássica defende a tese de que o governo não deve utilizar a política monetária de forma discricionária. Esta deve basear-se em regras claras e conhecidas, para evitar um ambiente de incertezas e desconfianças em relação ao comportamento do governo. Na ausência dessas regras, há riscos de gerar expectativas nervosas que têm como consequência a inflação.

Em outras palavras, da hipótese da neutralidade da moeda, os economistas novo-clássicos derivam duas proposições de política. Em primeiro lugar, a política monetária deve ter como objetivo exclusivo e explícito a busca da estabilidade dos preços, a partir de regras claras e conhecidas. Em segundo lugar, o banco central

---

(3) Para o pensamento econômico ortodoxo, a moeda é apenas um meio facilitador das trocas. A moeda só importa em seus efeitos transitórios em virtude de fricções no curto prazo. No longo prazo, contudo, a moeda não afeta a economia real.

deveria ser independente vis-à-vis o Poder Executivo para formular e executar a política monetária, o que evitaria desconfiças em relação ao comportamento do governo e asseguraria a credibilidade da política monetária.

Em desenvolvimentos teóricos posteriores, as regras claras e conhecidas assumiram a forma de uma meta de crescimento máximo da inflação (*inflation target*), à qual todas as demais variáveis macroeconômicas estariam subordinadas. A adoção do mecanismo de meta de inflação reforçaria a independência operacional do banco central.<sup>4</sup>

Defende-se ainda uma ampla divulgação dos modelos utilizados para previsões da inflação e da identificação das pressões inflacionárias, assim como o anúncio, com antecedência, da meta fixada. Dessa forma, a política monetária ganharia mais transparência e efetividade em controlar a inflação, além de facilitar a convergência das expectativas dos agentes econômicos.

## 1.2 A tese da Independência do banco central

Um dos principais expoentes da tese da independência do banco central é Alex Cukierman,<sup>5</sup> porém cabe ressaltar que, a partir dos postulados da Escola Novo-Clássica, vários autores colaboraram para sua elaboração, inclusive

---

(4) A discussão do regime de metas de inflação foi incorporada na literatura acadêmica nos anos 1990, após a adoção desse instrumento de política antiinflacionária em alguns países, como, por exemplo, a Nova Zelândia (1990), Canadá (1991), Reino Unido (1992), Austrália (1993) e Suécia (1993).

(5) Cabe registrar que há uma vasta literatura em prol da independência do banco central, cuja análise individualizada foge ao propósito deste texto. A classificação da literatura proposta por Rigolon (1997) divide os modelos de inspiração novo-clássica em dois grupos de acordo com ênfase em aspectos da economia normativa (proposição de política para solucionar problemas identificados) ou da economia positiva (teoria explicativa para os fenômenos observados). No primeiro grupo estaria o modelo de Rogoff (1985) e, no segundo, o modelo de Cukierman (1992). Uma outra classificação é proposta por Mendonça (2000; 2002). Esse autor considera que os estudos pró-independência do banco central podem ser agrupados em três blocos a partir de algumas características comuns. No primeiro grupo, que inclui os primeiros trabalhos teóricos sobre o tema, conhecidos como modelos de primeira geração, a independência do banco central surge como resultado de sua autonomia operacional associada à autonomia de objetivo, ou seja, capacidade de mobilizar os instrumentos necessários para alcançar os objetivos sem depender das autoridades políticas em conjunto com liberdade para determinar o alvo ou meta a ser perseguido, dado que essa responsabilidade seria transferida ao banco central pelas autoridades políticas. Esse primeiro grupo incluiria, por exemplo, Rogoff (1985), Cukierman (1992), Cukierman; Webb e Neyapti (1992), Alesina e Summers (1993). Em resposta às críticas de que o banco central independente seria uma entidade pouco democrática, uma nova geração de modelos incorporou a noção de contratos firmados entre o banco central e o governo, atribuindo ao primeiro a responsabilidade pela execução da política monetária, com previsão de punição para o dirigente do banco central caso os objetivos não sejam alcançados. O modelo de Walsh (1995), que incorpora a noção de contrato ótimo da teoria do agente-principal, seria o representante mais expressivo dentre os classificados como de segunda geração. O terceiro grupo, ou os modelos de terceira geração, inclui os trabalhos divulgados na segunda metade dos anos 1990, os quais combinam os argumentos dos dois grupos anteriores, a partir da interpretação do regime de metas como uma forma de contrato, no qual o viés inflacionário das políticas discricionárias seria reduzido e, ao mesmo tempo, asseguraria a transparência da ação do banco central para o público na medida em que as metas de inflação são anunciadas com antecedência. Dentre a terceira geração de modelos, Mendonça destaca o de Svensson (1995). Cabe ressaltar que a maioria dos modelos incluídos na taxonomia proposta por Mendonça compartilha a premissa da neutralidade da moeda.

recorrendo a contribuições de outras áreas das ciências sociais, como a ciência política, incorporando argumentos, por exemplo, da teoria do ciclo político e econômico.<sup>6</sup>

De acordo com as teorias do *political business cycles*, os políticos tendem a criar condições econômicas mais favoráveis imediatamente antes das eleições, mesmo que essas políticas venham a exigir ajustamentos de alto custo após as eleições. Em outras palavras, o ciclo político gera ciclos econômicos desnecessários e subótimos, uma vez que o *timing* da política macroeconômica é artificialmente afetado pelo *timing* das eleições. Esses ciclos ocorreriam inclusive em contexto de expectativas racionais, dado que as preferências econômicas diversas dos partidos políticos, em conjunto com informações imperfeitas no setor privado e formulação discricionária de política, conduziriam a um viés inflacionário e a uma variabilidade excessiva do produto e da inflação.

Segundo a *rational political business cycles theory*, uma autoridade monetária subordinada ao Tesouro – que é administrado por uma autoridade política com horizonte de planejamento finito – pode estimular a adoção de políticas econômicas instáveis. Os diversos partidos políticos manejam a política econômica em geral, e a política monetária em particular, com fins eleitorais, gerando um ciclo econômico. Para garantir a continuidade de seu mandato, o poder político procuraria melhorar sua imagem por meio de medidas "populistas", as quais seriam financiadas mediante emissão monetária, se o banco central fosse dependente do Tesouro. Haveria assim uma inconsistência temporal na política econômica em geral e na política monetária, em particular.

Um arranjo institucional para evitar a inconsistência temporal da política econômica seria a concessão de independência do banco central para a formulação da política monetária. A principal vantagem desse arranjo seria eliminar ou reduzir a influência dos políticos na definição da política monetária. A independência da autoridade monetária em relação ao poder político contribuiria para a redução dos ciclos, sempre que a designação dos dirigentes do banco central possa estar de algum modo separada da conjuntura político-partidária, ou seja, da eleição das autoridades políticas que formulam o programa de ação do setor público. A desvinculação dos mandatos garantiria a harmonização entre os interesses de curto prazo da política econômica com os de médio e longo prazo da comunidade. Implícita nessa argumentação está a idéia de que o banco central independente representaria melhor a opinião nacional "mais permanente" do que as próprias autoridades políticas (Zahler, 1989, p. 105).

Na construção da tese da independência do banco central também esteve presente a discussão em torno das vantagens da adoção de regras ou

---

(6) Sobre as teorias de ciclos políticos e econômicos, ver, entre outros: Alesina (1989) e Waller (1989).

discricionariedade<sup>7</sup> na formulação da política econômica, em geral, e da política monetária, em particular. A opção pela definição de regras simples, com poucas ou nenhuma contingência, baseadas em instrumentos,<sup>8</sup> fundamenta-se na crença de que o sistema econômico é auto-regulado, basicamente estável e tende para o equilíbrio.

No caso dos monetaristas, a defesa das regras estava também associada ao fato de que o conhecimento teórico e empírico do funcionamento da economia é imperfeito. Com o pressuposto dos agentes racionais, os novo-clássicos deslocaram o foco da discussão para a inconsistência da política econômica definida pelas autoridades políticas que querem se manter no poder. Assim, haveria nas políticas governamentais discricionárias, inclusive na política monetária, um viés inflacionário. Ou seja, no caso da política monetária, a discricionariedade indicaria a existência de um incentivo à utilização de políticas inflacionárias pelas autoridades monetárias com o intuito de reduzir o desemprego. Uma forma de resolver os problemas da inconsistência dinâmica seria a adoção de regras, o que obrigaria os formuladores de política a perseguir objetivos de longo prazo (Blinder, 1987, p. 406). Regras monetárias ou orçamentárias poderiam introduzir alguns graus de coordenação política intertemporal entre os governos no poder ao longo do tempo em um país em particular.

Para garantir o cumprimento das regras sugere-se a criação de agências independentes, tais como o banco central, não sujeitas ao poder discricionário de cada novo governo (Alesina, 1989, p. 83-84). De acordo com essa visão, na ausência de um banco central autônomo que se guie por regras fixas e impessoais, o controle da economia pelos políticos, através do manejo do banco central, conduziria à inconsistência e ao desequilíbrio macroeconômico.

O banco central seria então a entidade apolítica à qual é delegada uma parte do poder da autoridade política com o objetivo de preservar a estabilidade dos preços, dado que possui maior aversão à inflação que a média da sociedade.<sup>9</sup> A preservação da estabilidade é um objetivo concorrente com vários outros objetivos da autoridade política, como elevada atividade econômica financiada

---

(7) Um histórico do desenvolvimento teórico do debate regras versus discricção é apresentado por Argy (1988). Nesse debate está em discussão a efetividade das políticas de estabilização econômica implementada pelos governos. Bibow (2001) também apresenta os principais elementos do debate entre monetaristas e keynesianos em torno do uso de regras ou discricção pela banco central na implementação da política monetária. Sobre esse tema, ver ainda: Mendonça (2002).

(8) Blinder (1987) discute as distinções entre regras aplicadas a instrumentos que as autoridades controlam e regras aplicadas aos resultados que as autoridades não controlam, mas podem influenciar. A fixação de uma meta quantitativa defendida por Friedman (1968) para o crescimento dos agregados monetários constituiria, segundo Blinder, exemplo de regra aplicada a um instrumento. Cabe destacar que, para Friedman, independência era sinônimo de irrestrita discricionariedade. Nesse sentido, se opunha frontalmente à idéia de banco central independente, sendo um ardoroso crítico do *Federal Reserve System*, para o qual propunha, pura e simplesmente, a extinção. Sobre esse ponto, ver Friedman (1989).

(9) A idéia de delegação da política monetária ao banco central, agente conservador que possuiria aversão à inflação maior do que a média da sociedade, foi desenvolvida originalmente por Rogoff (1985).

com déficit orçamentário. Assim, a delegação da responsabilidade pela formulação da política monetária ao banco central independente significa que a autoridade política admite reduzir o conjunto de circunstâncias sob as quais a estabilidade dos preços seria sacrificada com vistas à consecução de outros objetivos.<sup>10</sup> Quanto maior for a independência concedida ao banco central, maior será o comprometimento da autoridade política com a manutenção da estabilidade dos preços, dado que o banco central é, em geral, mais conservador no que se refere à busca e à manutenção da estabilidade e atua com uma visão de mais longo prazo do que a autoridade política (Cukierman, 1992).<sup>11</sup>

A independência do banco central diz respeito à sua competência para formular e executar a política monetária, sem intervenção do Executivo, com objetivo de assegurar a estabilidade dos preços, mesmo que tal objetivo contrarie os demais objetivos das autoridades políticas.<sup>12</sup> Nesse sentido são considerados pré-requisitos institucionais:

- (1) a inclusão no estatuto do banco central do seu objetivo único e exclusivo de combater a inflação e os limites para a interferência do Executivo;
- (2) existência de regras que fixam mandatos e dificultam a demissão dos dirigentes por razões políticas; e
- (3) existência de patrimônio próprio e liberdade para definir o próprio orçamento.

Além dos aspectos institucionais e legais, o grau de independência dos bancos centrais depende também de outros fatores menos formais associados à prática aceita, à cultura e aos traços de personalidade do banco central e autoridades do setor público, dentre outros. Esses fatores que podem variar ao

---

(10) Como Mendonça (2003, p. 116) assinala, os autores que adotam a premissa da neutralidade da moeda e defendem a idéia de banco central independente deturpam o conceito de coordenação de política, ao considerarem que a coordenação seria assegurada pela subordinação das demais políticas à política monetária. Desse modo, o banco central independente representaria um estímulo e não um entrave à coordenação, pois a presença de um banco central independente representaria o maior compromisso do governo com a estabilidade dos preços e com a manutenção de um orçamento equilibrado, o que garantiria, portanto, a subordinação e o alinhamento da política fiscal à política monetária.

(11) O argumento é que a preferência do banco central pela estabilidade dos preços é constante ao longo do tempo, ao passo que a preferência do governo pela estabilidade está sujeita a choques políticos persistentes. Se o banco central não for independente para buscar a sua função-objetivo, a estabilidade dos preços, e se houver conflito de objetivos com a autoridade política (Tesouro) prevalecerá uma maior variação da inflação. Ver Cukierman (1992, p. 349-367).

(12) Vale mencionar que outros defensores da tese da independência do banco central, como Goodhart (1993), preferem utilizar expressão autonomia em vez de independência, sobretudo, por considerar que o banco central deve ser independente para utilizar seus poderes para alcançar os objetivos estatutários, mas não para escolher esses objetivos. Goodhart também considera essencial que o banco central preste conta dos seus atos à sociedade (*accountability*) e que o público conheça plenamente os objetivos perseguidos pela diretoria do banco central. Na opinião desse autor, o modelo do Banco Central da Nova Zelândia, que se tornou independente em 1990 e adotou o regime de metas de inflação, seria, desse ponto de vista, mais democrático que o do Bundesbank, modelo de referência para a reforma dos bancos centrais nacionais da União Européia e para o Banco Central Europeu.

longo de um determinado período podem reduzir o grau de independência real dos bancos centrais. Como ressalta Cukierman (1992, p. 400), isso acontece porque:

(...) em primeiro lugar, a legislação cobre somente um pequeno conjunto de contingências que emergem da prática. Em segundo lugar, mesmo quando a legislação específica explicitamente tudo o que deveria ser feito, práticas vigentes podem se desviar do texto da lei. E por último, mas não menos importante, o grau de independência varia em função de múltiplos fatores informais tais como personalidades e desenvolvimentos internos no banco, no Tesouro ou outras instituições públicas. Assim, quanto menos explícita for a lei constitutiva do banco central maior a importância destes fatores mais fluidos no enfraquecimento do atual grau de independência do banco central. (...)

Por acreditar que a duração real do mandato funciona como *proxy* do grau de independência atual ou efetiva, em uma tentativa de mensurar a independência efetiva dos bancos centrais, Cukierman; Webb e Neyapti (1992) consideraram tanto a existência de mandato formal dos dirigentes do banco central como sua duração real.<sup>13</sup> Tendo examinado uma amostra de 70 países, concluíram que nos países desenvolvidos examinados, a existência de independência legal apareceu como um importante determinante do nível da inflação enquanto nos países em desenvolvimento a inflação estava mais fortemente relacionada à rotatividade dos dirigentes do banco central.<sup>14</sup>

Todavia, como os próprios autores reconhecem, a maior duração efetiva de um mandato pode ser um indicador ambíguo. De um lado, pode significar que o banco central é realmente independente do governo, porém, por outro lado, pode ser indício de submissão completa dos dirigentes ao governo, o qual não teria, portanto, nenhum interesse em substituí-los.

Como já mencionado, o regime de metas de inflação foi incorporado nos modelos teóricos pró-independência do banco central na seqüência da adoção desse mecanismo de política antiinflacionária em vários países industrializados a partir de 1991.<sup>15</sup> A estratégia de utilização de metas para a inflação na política

---

(13) Para uma análise detalhada da mensuração do grau de independência dos bancos centrais, ver Cukierman (1992, especialmente cap. 19) e Cukierman; Webb e Neyapti (1992).

(14) Inúmeros estudos econométricos foram efetuados para comprovar a existência de correlação negativa entre a independência dos bancos centrais e o nível de inflação. Para uma síntese de alguns desses estudos, ver Ball e Sheridan (2003).

(15) Ver, por exemplo, Svensson (1995; 1998). De acordo com o autor, a combinação de banco central independente com adoção de regime de metas de inflação explícitas apresentaria um melhor resultado na redução do viés inflacionário da política econômica do que a simples delegação da responsabilidade pela política monetária ao banco central independente conservador como no modelo de Rogoff. Isso porque nessa formulação, o conservadorismo do banco central é relativo (*weight conservative*), pois supõe que o banqueiro central atribui maior importância à estabilidade dos preços do que a sociedade. No regime de metas de inflação, a possibilidade de ação discricionária por parte do banco central seria eliminada, pois este se comprometeria com metas de inflação preanunciadas. Em outras palavras, a adesão do banco central à busca e à manutenção da estabilidade dos preços seria total e não dependeria do grau de conservadorismo dos seus dirigentes. Em seu estudo de 1998, Svensson afirma que o regime de metas de inflação possui três características essenciais: meta quantitativa explícita para a variação da inflação; previsão e acompanhamento da trajetória da inflação como uma meta intermediária; alto grau de transparência e prestação de contas à sociedade (*accountability*).

monetária atuaria no sentido de reforçar a independência dos bancos centrais, reduzindo as influências dos fatores informais e subjetivos, uma vez que a política monetária seria executada com objetivo de alcançar a meta anunciada previamente. O anúncio público das metas e a transparência na condução da política monetária confeririam ainda ao banco central maior credibilidade. Além de assegurar um maior comprometimento (ou aderência) com a manutenção da estabilidade, o regime de metas teria a vantagem de reduzir o viés inflacionário associado à política econômica, pois todos os demais objetivos macroeconômicos tornam-se subordinados ao objetivo da política monetária, que é a estabilidade de preços.

A despeito de um número crescente de países ter adotado ao longo dos anos 1990 o regime de metas de inflação, ainda persiste a dúvida, mesmo no seio da ortodoxia, se a inflação é uma variável que possa ser previsível e controlável de modo a permitir a definição de uma meta. Como destacam Bernanke e Minsky (1997) apud Mendonça (2000, p. 122), à dificuldade de efetuar previsão para a inflação de forma precisa para períodos curtos e longos estariam associados dois principais problemas. O primeiro seria de natureza operacional e diz respeito ao hiato temporal existente entre a ação da política monetária e a resposta da inflação, o que implica baixa previsibilidade do comportamento da inflação. O segundo problema decorrente do primeiro refere-se à questão da credibilidade do banco central, já que a defasagem temporal mencionada tornaria difícil para o público avaliar o real empenho do banco central em atingir a meta anunciada.<sup>16</sup>

## **2 A Escola Pós-Keynesiana e a não-neutralidade da política monetária**

### **2.1 Os fundamentos da Escola Pós-Keynesiana e a eficácia da política monetária**

Embora não constituam um grupo homogêneo, os economistas que compõem a escola pós-keynesiana compartilham da visão alternativa da economia apresentada por Keynes, em contraposição à visão da teoria econômica neoclássica, a partir da interpretação da economia capitalista como uma economia monetária de produção.<sup>17</sup> Em contraste com a corrente keynesiana da síntese

---

(16) Adicionalmente, como será visto posteriormente, está longe de existir consenso em torno da idéia de a inflação ser a única variável afetada pela política monetária no longo prazo.

(17) A Escola Pós-Keynesiana congrega um conjunto de autores que compartilham a rejeição aos pressupostos da Teoria Neoclássica. Dois principais grupos se destacam, os discípulos de Keynes em Cambridge, que foram os primeiros a destacar os equívocos da interpretação neoclássica da Teoria Geral, como Richard Kahn, Joan Robinson, Nicholas Kaldor e aqueles que procuraram desenvolver as contribuições de Keynes a partir do conceito de economia monetária, como Sidney Weintraub, Paul Davidson, Hyman Minsky e Jan Kregel. No Brasil, o principal expoente dessa escola é Fernando Cardim de Carvalho. Em um primoroso artigo, publicado em 1989, esse autor resumiu os principais elementos da teoria de Keynes que são o norte do pensamento pós-keynesiano. Ver Carvalho (1989).

neoclássica (os chamados keynesianos bastardos, expressão cunhada pela economista inglesa Joan Robinson) que popularizou a idéia de que para Keynes a moeda não importava e que apenas a política fiscal possuía eficácia em termos dos efeitos sobre a demanda agregada da economia, a corrente pós-keynesiana procura mostrar a importância que Keynes atribuía à política monetária resgatando seus estudos sobre a moeda e os arranjos institucionais monetários e financeiros que desempenham papel crucial tanto no desenvolvimento como na instabilidade da economia capitalista.

O ponto de partida é a constatação de que o motor da economia capitalista é a busca pelos agentes econômicos de uma riqueza ilimitada e sem conteúdo material predefinido, expressa e avaliada em termos monetários. Além de meio de conservação da riqueza, a moeda é a unidade de medida de cálculo capitalista e a unidade de conta para todas as transações e contratos econômicos relevantes. Ou seja, a alocação de recursos é submetida à perspectiva de obtenção de lucros, a qual é incerta, pois, em virtude da irreversibilidade temporal e da incerteza em relação ao futuro, nada garante que as decisões tomadas pelos agentes serão validadas pelo mercado. A irreversibilidade temporal e a inexistência de informações completas, impossibilidade lógica dado que as ações dos agentes se interagem, influenciam e condicionam a tomada de decisão dos agentes econômicos.

Como ressaltam os economistas pós-keynesianos, a importância da contribuição de Keynes está em integrar o comportamento e a estrutura dos mercados monetário-financeiro e de produto-trabalho na análise da economia capitalista. Em oposição à visão convencional que representa o sistema econômico como “uma feira de aldeia”, a referência das formulações teóricas de Keynes é o “mundo de *Wall Street*”, na expressão de Minsky, dotado de uma institucionalidade monetária e financeira complexa e sofisticada, no qual a moeda desempenha papéis muito mais complexos do que a simples intermediação da troca.

Nesse tipo de economia onde a moeda é um ativo desejado por ser a expressão da máxima liquidez e do poder de tudo comprar em qualquer lugar e a qualquer momento, as decisões dos agentes em termos da alocação e busca de valorização da riqueza podem dar origem ao desemprego involuntário, se a demanda por liquidez reduz a demanda efetiva por bens e serviços. Keynes considerava a política monetária como um importante instrumento para promover alterações na produção e reduzir o desemprego, pois a moeda é um objeto desejado por si mesmo pelos agentes que buscam a liquidez.

A natureza ambivalente da moeda na economia capitalista moderna faz com que seus efeitos sobre a economia real não sejam neutros nem no curto nem no longo prazo. A moeda é uma instituição fundada em regras e convenções, que evoluem segundo as mudanças das práticas sociais. Ao mesmo tempo, representa a

liquidez perfeita e pode ser detida privadamente pelos agentes como uma alternativa às outras formas de acumulação da riqueza. Como ressalta Carvalho (1989), paralelamente à coordenação *ex post* das atividades econômicas pelo mercado, há uma coordenação *ex ante*, baseada em um sistema de contratos denominados em moeda.

Na economia capitalista moderna, a moeda que está na base de todas as transações econômicas relevantes é uma moeda de crédito de emissão privada, que é criada no momento da concessão do crédito bancário. Os bancos têm o poder, por excelência, de monetizar, no sentido estrito do termo, as obrigações primárias emitidas pelos devedores bancários no momento da concessão do crédito, porque os depósitos à vista, reconhecimentos de dívida emitidos pelos bancos contra si próprios, são utilizados como meio de pagamento para a maior parte das transações econômicas. Entretanto, um banco individual só pode criar moeda enquanto parte integrante de um sistema de pagamento hierarquizado, centralizado e organizado em torno do banco central.

Como guardião da convenção monetária, é o banco central que fornece o meio de liquidação das posições interbancárias líquidas. Em outras palavras, a moeda bancária ou a moeda de crédito nasce como moeda privada, cuja validação social é fornecida pelo Estado através do banco central que garante a conversão das moedas bancárias privadas em moeda central ou legal. É a existência do banco central que permite que os ativos emitidos pelos bancos (os depósitos à vista) sejam substitutos perfeitos da moeda legal, ou seja, a moeda de curso forçado de poder liberatório que é a unidade de conta e meio de pagamento último de todos os contratos econômicos relevantes.

Os bancos são os únicos agentes econômicos que combinam criação monetária e gestão do capital de empréstimo. Essas funções distintas, mas interligadas, são cruciais na dinâmica da acumulação de capital. De um lado, criam moeda, sob a forma de depósito à vista, ao conceder crédito. De outro, atuam como intermediários mobilizando a poupança financeira e servindo de elo entre a esfera da circulação produtiva e a esfera da circulação financeira.

Na visão de Keynes e dos economistas pós-keynesianos, a arte da política monetária executada pelo banco central consiste em estimular a transformação da moeda-ativo em moeda-meio de pagamento,<sup>18</sup> ou seja, alterações nos porta-fólios dos agentes econômicos no sentido da aquisição de itens ilíquidos na esfera da produção, mediante a alteração na preferência pela liquidez dos agentes econômicos, inclusive os bancos, que são criadores ativos da moeda de crédito ou moeda bancária.

---

(18) A economia capitalista como uma economia monetária de produção é formada por duas esferas ou circuitos, nos quais a moeda desempenha diferentes funções. Na esfera da produção ou circulação industrial desempenha o papel de meio de pagamento enquanto na esfera da circulação financeira é um ativo, desempenhando a função de reserva de valor.

Seguindo a interpretação de Keynes, os economistas pós-keynesianos consideram que a interação das decisões dos agentes econômicos, tomadas sob condições de incerteza, condiciona a eficácia da política monetária como instrumento de controle da oferta monetária e da estabilidade dos preços. Em outras palavras, a eficácia da política monetária para estimular o aumento da produção e a redução do desemprego dependerá, de um lado, das ações do banco central e, de outro lado, das reações dos bancos, das empresas e dos indivíduos. No mundo real, no qual existe incerteza e irreversibilidade temporal, o comportamento dos agentes não pode ser previsto, o que faz com que cada participante do mercado desconheça as decisões dos demais. Desse modo, não há como assegurar uma convergência para o equilíbrio.

A moeda sanciona *ex post* decisões anteriormente tomadas no que se refere à fixação dos preços, à formação de estoques, às decisões de gasto e à forma de alocação da poupança financeira. Isso significa que na economia capitalista, no contexto de incerteza, as decisões planejadas pelos agentes econômicos demandam liquidez para serem efetivadas. Nem sempre as expectativas dos agentes se realizam, pois as decisões de alguns agentes podem não coincidir e não sancionar decisões particulares tomadas por outros agentes.

A capacidade dos bancos centrais em controlar a oferta monetária de modo rígido também tem sido comprometida pela globalização, pela proliferação de novos instrumentos financeiros, pela crescente integração dos mercados e pela liberalização dos movimentos de capital. Em uma economia aberta, com taxa de câmbio flexível, a ação dos bancos centrais através da política monetária torna-se bastante limitada e reduzindo-se a esterilizar os fluxos de capitais e a garantir o equilíbrio do balanço de pagamentos. Porém, mesmo nesse contexto, os economistas pós-keynesianos defendem a idéia de que as autoridades governamentais devem buscar arranjos monetários que permitam contornar as restrições externas e introduzir maior flexibilidade na implementação da política monetária para o alcance dos objetivos adequados à economia nacional.

## **2.2 A crítica à tese da independência dos bancos centrais**

A concepção pós-keynesiana não reconhece, como pressupõe a economia tradicional, a existência nem de um ponto de equilíbrio estável na economia nem de um dilema entre inflação e taxa de desemprego. Assim, como ressalta Mendonça (2000, p. 115), “não existe, sob esta interpretação, um viés inflacionário inerente à política monetária, não havendo por conseguinte espaço para o arcabouço teórico daqueles que defendem a proposição de um BCI [banco central independente]”.

Segundo Carvalho, o principal equívoco do arcabouço teórico subjacente aos modelos de independência do banco central é:

(...) a noção de que se possa atribuir aos bancos centrais uma *natureza intrínseca*, isto é, garantir o poder de compra da moeda mediante o controle de sua quantidade. Assume-se assim que o banco central tem uma função-objetivo, a exemplo dos consumidores e das firmas, e deste modo, deixado livre para atuar de acordo com sua natureza, o banco central irá, fatalmente e por conta-própria, perseguir a estabilidade dos preços. (Carvalho, 1995/96, p. 164).

Ainda de acordo com esse autor, uma das maiores fragilidades da argumentação em prol da independência do banco central reside nas conclusões extraídas dos estudos empíricos que procuram mensurar a independência do banco central e/ou relacionar algum aspecto mensurável e comparativo da noção de independência com o desempenho da autoridade monetária no combate à inflação. Os estudos econométricos, ao exigir uma abordagem mais objetiva da noção de independência, acabam por desconsiderar os diversos elementos qualitativos desse conceito, essencialmente ambíguo. Isso porque, na prática, o comportamento dos bancos centrais e seu relacionamento com o Poder Executivo vão muito além dos aspectos formais incorporados nos modelos.

Na crítica pós-keynesiana também é ressaltada a importância da história para a compreensão do desenvolvimento da institucionalidade monetária e financeira da economia capitalista (Carvalho, 1995). O banco central não é uma instituição apolítica, com a função “natural” de garantir a estabilidade dos preços, e por consequência a estabilidade do valor da moeda, como sugerem alguns dos defensores da teoria da independência do banco central.<sup>19</sup>

A análise da evolução histórica do surgimento e desenvolvimento dos bancos centrais evidencia claramente que os bancos centrais mais antigos, como o Banco da Inglaterra e o Banco da França, assumiram gradativamente e de forma inter-relacionada as funções hoje consideradas típicas de banqueiro central: emissor da moeda legal, banco dos bancos, prestamista em última instância (Freitas, 2000). Ao contrário do que sugere a teoria convencional, os bancos centrais não assumiram, quando do seu surgimento, a responsabilidade pela manutenção da estabilidade dos preços nem foram instituídos exclusivamente com essa função, a qual só ganhou maior importância relativa a partir do final da década de 1940.<sup>20</sup> A exceção é o alemão Bundesbank, em virtude da existência de um consenso social em torno da estabilidade, construído após o traumático processo de hiperinflação nos anos 1920.

---

(19) Essa crítica não se aplica obviamente a Charles Goodhart, um profundo conhecedor do desenvolvimento institucional dos bancos centrais e autor da obra, hoje clássica, *Evolution of the central banks*, publicada em 1988 pela MIT Press.

(20) Durante a vigência do padrão-ouro, o objetivo primordial do controle da moeda e do crédito era manter a estabilidade das taxas de câmbio, o que exigia garantir a elasticidade da oferta monetária em relação às contrações sazonais do nível de atividade. Com o fim desse padrão monetário, a questão da moeda e do crédito passou a estar diretamente associada à estabilidade dos preços internos. Assim, após a Segunda Guerra Mundial, as políticas monetárias domésticas passaram a privilegiar cada vez mais o objetivo de estabilização.

Nem mesmo o Federal Reserve, banco central norte-americano, recebeu essa atribuição quando da sua criação em 1913, a despeito de a legislação ter-lhe conferido independência em relação ao Poder Executivo.<sup>21</sup> Como mostram Freitas e Ferreira (1990), a responsabilidade pelo controle da moeda e do crédito só foi incorporada na sua legislação básica nos anos 1930, ocasião em que foi instituído o Comitê Federal de Mercado Aberto (*Fmoc*), responsável pela formulação e execução da política monetária. Mas mesmo nos dias atuais, a política monetária norte-americana não tem como objetivo exclusivo a estabilidade dos preços. Ao formular e executar a política monetária, o *Fmoc* tem como alvo a manutenção tanto da estabilidade dos preços como do nível de atividade econômica, sem a fixação de metas.<sup>22</sup>

Outro importante argumento contra a tese da independência do banco central refere-se à relevância da política monetária. Como já assinalado, para a corrente pós-keynesiana, a moeda não é neutra e a política monetária tem efeitos duradouros sob o lado real da economia, ou seja, repercute não apenas sobre a inflação, mas também sobre a produção e o emprego. Assim, não faz sentido reduzir a política monetária ao objetivo exclusivo da estabilidade de preços em detrimento do crescimento. Isso não significa, contudo, que o governo e o banco central devam adotar uma postura leniente em relação à inflação, pois se a inflação é injusta, a recessão é inconveniente, “(...) entretanto, não é necessário compararmos um mal com o outro. É necessário reconhecer que ambos são males que devem ser evitados” (Keynes, *Essays in persuasion*, p. 15, citado por Sicsú, 2002, p. 26 e 27).

De igual modo, a política monetária não deve ser utilizada de forma independente das demais políticas econômicas. A coordenação das políticas é essencial tanto para o planejamento dos objetivos macroeconômicos como para o sucesso das diferentes políticas em atingir esses objetivos.<sup>23</sup> A política monetária não pode ser isolada das demais sob a responsabilidade de um banco central independente, sob pena de gerar custos sociais elevados, caso haja divergências entre o banco central e o governo.

---

(21) O *Federal Reserve* foi criado com objetivo estatutário múltiplo de: garantir a elasticidade da oferta monetária, assegurando a circulação monetária compatível com as necessidades do nível da atividade econômica; organizar o sistema de compensações bancárias; atuar como banco dos bancos, refinanciando as atividades dos bancos comerciais; controlar os bancos membros; e atuar prestamista em última instância para evitar a ocorrência de crises financeiras.

(22) Cabe mencionar que, contrariando os fundamentos teóricos da economia convencional, o Fed teve sucesso em assegurar a expansão da economia norte-americana na década de 1990 em um ritmo elevado, com baixas taxas de inflação e desemprego. A taxa de inflação ficou bem abaixo do patamar mítico dos 6% da NAIRU – *non accelerating inflation rate of employment* –, a taxa de desemprego consistente com a não-aceleração da inflação, sem que ocorresse a esperada aceleração inflacionária.

(23) Na concepção de Keynes, a política econômica consiste “em ações concertadas em múltiplas arenas” (Carvalho, 1997, p. 41). Nesse sentido, a coordenação macroeconômica das diferentes políticas é essencial e imprescindível.

Como assinala corretamente Mendonça, ao contrário do que sugere a tese da independência do banco central, a coordenação de políticas não significa nem passividade monetária nem passividade fiscal:

(...) Dado que (...) os objetivos de política econômica não se limitam apenas à inflação baixa, a coordenação de políticas econômicas representa um aparato poderoso para o alcance das diversas metas pretendidas pelo governo (Mendonça, 2003, p. 118-119).

A não-coordenação de políticas pode ser uma fonte potencial de conflito, sobretudo se o banco central tem completa liberdade de ação. Mesmo sem ter a estabilidade de preços como objetivo único, o banco central pode, em economias abertas, por exemplo, optar por manter a taxa de juros elevada para atrair capital externo e, assim, equilibrar o balanço de pagamentos, enquanto o governo pode preferir taxas de juros mais baixas para estimular a produção e o emprego. Se o banco central age sem levar em consideração os objetivos gerais da política econômica, o resultado será a estagnação da economia e o aumento do desemprego, sem falar na maior vulnerabilidade que a dependência de recursos externos voláteis representa. Outro efeito deletério de tal política se expressa na elevação do custo financeiro da dívida pública, o que coloca estrangulamentos adicionais à política fiscal. Tal conflito pode ser ainda maior se o banco central, além de independente, tiver também objetivo exclusivo da estabilidade de preços como no regime de metas de inflação.

Finalmente, um outro aspecto importante a ser considerado na discussão em torno da independência do banco central é a questão da instabilidade financeira intrínseca à economia capitalista, fundada na moeda de crédito. O objetivo exclusivo da estabilidade dos preços poderia dificultar uma rápida ação do banco central ante a ameaça de instabilidade financeira, dado que há uma evidente contradição entre a função de guardião do valor da moeda e a função de prestamista em última instância para impedir a ocorrência de grave crise financeira.<sup>24</sup> Por mais que se reforce a regulamentação prudencial, não é possível eliminar completamente o risco de ocorrência de crises bancárias, que, em função da gravidade, redundem em contração abrupta de crédito e falências em cadeia, afetando a atividade produtiva e provocando desvalorizações patrimoniais. Diante de um tal cenário, a corrosão do valor da moeda passa necessariamente para o segundo plano.

---

(24) Como já mencionado, nem todos os bancos centrais independentes vis-à-vis o Poder Executivo possuem o objetivo exclusivo da estabilidade dos preços, como é o caso do Federal Reserve, que persegue objetivos múltiplos, entre os quais a estabilidade do sistema financeiro. De igual modo, na Inglaterra, embora o Ato de 1998 (*The Bank of England Act 1998*) tenha definido que o objetivo principal do banco central é a manutenção da estabilidade dos preços, o Banco da Inglaterra mantém a responsabilidade pela estabilidade do sistema financeiro como um todo, atuando de forma coordenada com a *Financial Service Authority* (FSA), cuja função é supervisionar as instituições financeiras, bancárias e não bancárias.

Os inúmeros episódios recentes de crise financeira confirmaram o quanto é essencial a função de prestamista em última instância dos bancos centrais. Como fonte definitiva da liquidez na economia, já que é o único emissor da moeda legal de curso forçado, o banco central encontra-se em uma posição ímpar para organizar esquemas de socorro às instituições em dificuldades. Não há nenhuma possibilidade de resolução de uma crise financeira de grave proporção sem o suporte do banco central. Fica, portanto, a indagação de como se comportarão os bancos centrais que, nos anos 1990, ganharam independência e adotaram o regime de metas de inflação ao serem confrontados com uma situação de forte instabilidade sistêmica.

### **3 A independência do Banco Central e a coordenação das políticas econômicas: reflexões para o caso do Brasil**

Nos anos 1990, multiplicaram-se os países, desenvolvidos e em desenvolvimento, que adotaram como instrumento de política monetária o regime de metas de inflação, com a conseqüente concessão de independência aos seus bancos centrais para a formulação e execução da política sem intervenção direta ou indireta seja do Poder Executivo seja do Legislativo. Dada a natureza da economia capitalista, a adoção do regime de metas pode deixar os governos sem um importante instrumento de combate ao desemprego e à recessão.<sup>25</sup>

Como corretamente argumenta Sicsú (2002, p. 27):

A política monetária é uma das políticas econômicas governamentais que devem ser utilizadas conjuntamente com as demais políticas para se atingir níveis socialmente aceitáveis (e tecnicamente viáveis) de emprego e inflação. Uma política monetária voltada somente para manter a inflação sob controle está, na verdade, sendo subutilizada. (...).

A idéia de fixação de regras para a política monetária apresenta um grande problema: definir qual é a melhor regra. De um lado, em relação à política monetária, há muita divergência tanto no que se refere a sua efetividade quanto a qual deve ser a variável a ser controlada e aos instrumentos mais apropriados para influir sobre o dinheiro, o crédito ou taxa de juros. De outro lado, as transformações institucionais nas últimas décadas, caracterizadas pela introdução

---

(25) Cabe ressaltar que alguns bancos centrais não utilizam o regime de metas de inflação, como é o caso do *Federal Reserve*. Igualmente, não adotam metas de inflação outros bancos centrais que possuem independência formal em relação ao poder político como o Banco Nacional da Suíça e o Banco Central Europeu, a despeito de este último ter como objetivo estatutário único e exclusivo a estabilidade dos preços. Isso comprova que o regime de metas de inflação não é o único instrumento de política monetária existente nem o mais eficaz. Ao mesmo tempo, as baixas taxas de inflação verificadas durante décadas no Japão, onde o banco central não possui independência formal, indicam que não há nenhuma relação unívoca, como pretendem diversos defensores da tese da independência, entre baixa taxa de inflação e independência.

constante de inovações financeiras,<sup>26</sup> pelo desenvolvimento de um circuito financeiro fora do controle da autoridade monetária e pela volatilidade dos juros e do câmbio, reduziram de forma inequívoca a eficácia da adoção de regras monetárias de qualquer espécie.<sup>27</sup>

No caso de países em desenvolvimento como o Brasil, a adoção de regime de metas de inflação coloca problemas adicionais associados à forma de inserção internacional dessas economias e à não-conversibilidade de suas moedas, dado que ocupam uma posição absolutamente secundária na hierarquia do sistema monetário e financeiro internacional.<sup>28</sup> Nos anos 1990, como mostra Prates (2002), não obstante as especificidades regionais e nacionais relativas à extensão do processo de liberalização e às opções de política, tanto os países latino-americanos como os asiáticos “foram ‘capturados’ pelo processo de globalização”, transformando-se em receptores dos recursos dos investidores financeiros que fugiam da desvalorização da riqueza mobiliária e imobiliária nos mercados centrais no final da década de 1980.

A abertura financeira ampla tornou as economias periféricas extremamente vulneráveis, ainda que em graus diferenciados, às oscilações de humor dos investidores internacionais em um contexto de finanças globalizadas, marcado pela volatilidade dos fluxos de capitais associada à predominância da lógica especulativa e financeira sobre a produtiva.<sup>29</sup> Em certos casos, a necessidade de atrair capitais externos para equilibrar o balanço de pagamento conduz à manutenção da taxa de juros em patamares elevados, de modo a oferecer ganhos de arbitragem aos investidores estrangeiros. No entanto, tais ganhos podem perder sua atratividade subitamente em caso de crise de confiança nem sempre motivada pela perda de qualidade dos chamados fundamentos macroeconômicos.

O fato de as economias periféricas possuírem moedas não conversíveis, ou seja, para as quais não existe demanda fora dos mercados domésticos, faz com que a dependência de fluxos de capital externo introduza constrangimentos adicionais

---

(26) A difusão de inovações e a evolução dos sistemas financeiros apontam para um grau crescente de endogeneidade na oferta monetária, o que se traduz no comprometimento da eficácia dos controles sobre os agregados. Porém, isso não implica perda absoluta de poder pelo banco central na gestão das condições de liquidez da economia, dado que é o único emissor da moeda central ou legal e, portanto, fornecedor da liquidez última.

(27) Essa interpretação é referendada pelo Banco Central Europeu que, embora independente e comprometido com o objetivo único de garantir a estabilidade do valor da moeda, é crítico acerbo do regime de metas de inflação. A esse respeito, ver ECB (2000; 2003).

(28) Sobre a natureza assimétrica e hierárquica do sistema monetário e financeiro internacional e suas implicações para os países em desenvolvimento, ver Prates (2002, cap. 3, item 3.3).

(29) Como mostra Prates (2002), a partir dos anos 1980, um novo padrão de gestão de riqueza, caracterizado pela predominância da lógica especulativa sobre a produtiva, consolidou-se nos países centrais e espalhou-se em âmbito mundial. Além de alterar a dinâmica macroeconômica doméstica nos diferentes países, a qual passou a se subordinar ao ciclo de ativos financeiros, esse novo padrão é um dos determinantes da natureza volátil dos fluxos internacionais de capitais.

à implementação de políticas monetária e fiscal.<sup>30</sup> Se as taxas de juros são fixadas abaixo do nível determinado no mercado internacional, o qual embute um prêmio de risco, os países periféricos podem sofrer com fuga de capital doméstico, além de interromper a atração de recursos externos. Nesses países, a taxa de juros doméstica elevada muitas vezes tem resultado incerto sobre a estabilidade dos preços, porém seus efeitos são quase sempre nefastos para os trabalhadores e empresários, na medida em que pode se traduzir na redução dos lucros e, por conseqüência, em demissões.

A adoção da estabilidade dos preços como objetivo único do banco central, como previsto no regime de metas de inflação, engessa toda a política econômica, impede a coordenação de políticas e retira do Executivo o poder de formular a política monetária. Nesse tipo de regime, todas as demais políticas tornam-se subordinadas à política monetária, potencializando os constrangimentos decorrentes da posição internacional periférica.<sup>31</sup>

No caso específico do Brasil, a volatilidade dos fluxos de capitais tem impacto considerável sobre a taxa de câmbio, a qual contamina não somente os preços dos produtos comercializáveis, mas também os preços “controlados” das concessionárias de serviços públicos e de um amplo espectro dos preços dos bens não comercializáveis, cujos insumos são importados, pressionando a inflação. Assim, a elevação dos juros ou sua manutenção em um patamar elevado não têm o efeito esperado sobre a estabilidade dos preços, mas tornam-se sérios obstáculos à retomada do crescimento e geração de empregos. Até mesmo a formulação da política fiscal fica limitada, pois ao manejar a taxa de juros, variável-chave da política econômica, para cumprir a meta de inflação fixada, o banco central condiciona a execução orçamentária do Tesouro.

Além de todas essas considerações, é importante mencionar que houve equívocos na implementação do regime de metas no Brasil.<sup>32</sup> Essa avaliação encontra confirmação tanto em análises de economistas do FMI, organismo incentivador da adoção desse instrumento nos países em desenvolvimento, como

---

(30) Diferentemente dos países centrais, os países em desenvolvimento “não são, de forma geral, capazes de emitir dívida externa denominada na própria moeda. (...), as moedas ‘periféricas’ não são capazes de cumprir o papel de ‘receptáculo’ da incerteza em âmbito mundial, estruturalmente mais elevada no contexto atual devido às características do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo”. “A principal manifestação dessa não-conversibilidade, especificamente no que se refere à função reserva de valor, são os diferentes prêmios de risco atribuídos às moedas, que decorre da regra de formação das taxas de juros no sistema monetário e financeiro internacional, desfavorável para os países não-emissores da divisa-chave (...)” (Prates, 2002, p. 153).

(31) Como salienta Mendonça (2003, p. 116), “um importante argumento em favor da coordenação de políticas refere-se ao risco potencial que uma política monetária contractionista na busca da estabilidade dos preços pode acarretar sobre o déficit e o desemprego e, ainda, a possibilidade de retorno da inflação no longo termo decorrente da possibilidade de uma trajetória insustentável para o endividamento público”.

(32) A discussão da configuração do regime de metas de inflação no Brasil e de sua implementação foge aos propósitos deste artigo. A esse respeito, ver Farhi (2004), Oreiro e Passos (2005) e Almeida (2005), entre outros.

em um artigo dos “pais” e, como não poderia deixar de ser, ardentes defensores desse regime no Brasil – Armínio Fraga, o ex-presidente do Banco Central e Ilan Goldjan, ex-diretor de política monetária do BC, mantido no cargo nos primeiros meses do governo Lula – publicado em junho de 2003, no qual, um pouco tardiamente, admitem excessos no modelo por eles implementado (Fraga; Goldjan; Minella, 2003).<sup>33</sup>

Em estudo elaborado por pesquisadores do FMI (Carare et al., 2002) são definidos quatro conjuntos de pré-requisitos para a implementação de regime de metas de inflação em países em desenvolvimento (os chamados “países emergentes”):

(1) independência do banco central e responsabilização pública dos seus atos, mediante mandatos não coincidentes e regras rígidas para a demissão dos dirigentes, transparência e prestação de contas à sociedade (*accountability*);

(2) estabilidade macroeconômica, expressa através de equilíbrio fiscal, baixa dependência externa, inflação descendente quando da adoção do regime;

(3) estabilidade e desenvolvimento do sistema financeiro, pressupondo estabilidade e higidez do sistema financeiro e mercado de capitais desenvolvidos; e

(4) existência de instrumentos de política monetária apropriados, incluindo domínio das técnicas de controle e previsão da inflação e objetivo cambial subordinado à meta de inflação.

Talvez seja desnecessário dizer que o Brasil não atendia, por ocasião da implementação do regime de metas de inflação, a maioria desses pré-requisitos e, em particular, o ajuste das contas públicas e a baixa dependência externa.

Contrariando as expectativas de uma grande parcela do seu eleitorado, o governo Lula não alterou as diretrizes básicas da política econômica do seu sucessor. A conquista de credibilidade e reputação junto aos investidores internos e externos, o chamado “mercado”, tem sido a justificativa para manter e aprofundar o rumo da política econômica herdada do governo FHC. Com o mesmo sentido, pode ser interpretada a defesa pela atual equipe econômica do regime de metas de inflação e da concessão de autonomia legal ao Banco Central do Brasil.<sup>34</sup>

---

(33) Nesse artigo, os autores admitem que nas economias em desenvolvimento observam-se alta volatilidade de juros e câmbio e maior vulnerabilidade aos choques externos. Assim, o regime de metas deve prever bandas, suficientemente largas, para evitar que sejam ultrapassadas, e um horizonte temporal maior do que o ano-calendário para atingir a meta. Desse modo, a reputação e a credibilidade do banco central seriam preservadas.

(34) O Banco Central do Brasil é uma autarquia e já conta, em termos legais, com autonomia patrimonial e autonomia operacional para a execução de política. Só não possui ainda a autonomia administrativa, ou seja, mandatos fixos para os seus dirigentes. Em termos práticos, desde a implementação do regime de metas, o Bacen possui independência operacional, nos termos da teoria do banco central independente, na medida em que formula e executa a política monetária, sem interferência, publicamente reiterada, do ministro da Fazenda ou do presidente da República.

A perplexidade ante a opção do governo é ainda maior quando se constata que a eficácia do regime de metas de inflação vem sendo colocada em dúvida até mesmo em países desenvolvidos, os quais, pelo menos em tese, atenderiam aos requisitos básicos para utilização plena desse instrumento. Em meados de 2003, o FMI divulgou um estudo, realizado por Ball e Sheridan (2003), no qual o regime de metas de inflação foi avaliado em termos de seus impactos no desempenho econômico, mediante a comparação de sete países membros da OCDE, que adotaram esse instrumento de política monetária no início dos anos 1990 e outros 13 países, também membros da OCDE, que não o fizeram. A conclusão da análise econométrica realizada pelos autores aponta para a inexistência de evidências favoráveis ao regime de metas de inflação na promoção de melhor performance das economias no que se refere ao comportamento de três variáveis macroeconômicas: a taxa de inflação, o Produto Interno Bruto e a taxa de juros.<sup>35</sup>

Em particular, concluem os autores, as políticas monetárias, com ou sem o sistema de metas, têm objetivos parecidos nos diferentes países desenvolvidos analisados. Rejeitando a superioridade do regime de metas em relação aos demais instrumentos de política monetária, os autores ressaltam, curiosamente, que esse regime parece servir muito mais a interesses políticos do que econômicos, uma vez que favorece a transparência na adoção das medidas de política econômica. O aspecto inusitado da conclusão está no fato de que esse argumento da transparência é usado pela ortodoxia, com larga difusão na mídia brasileira, para justificar a “despolitização” da política econômica, na medida em que fornece aos agentes um horizonte sem surpresa e sem manipulações políticas de variáveis econômicas eminentemente “técnicas”.

### **Considerações finais**

Como foi visto, a tese da independência do banco central tem como premissas a neutralidade da moeda, a existência de uma taxa natural de desemprego e o viés inflacionário da política econômica. Isso leva seus defensores a postular que a política monetária não pode ser utilizada na promoção do crescimento econômico, pois teria efeitos inflacionários permanentes. A partir das formulações de Keynes e dos autores pós-keynesianos, procurou-se ressaltar o equívoco dessa interpretação, com destaque para a não-neutralidade da moeda em seus efeitos nas decisões dos agentes e na dinâmica da economia e para a importância da utilização da política monetária de forma coordenada com as demais políticas econômicas com vistas a atender não só os objetivos de

---

(35) Comparando suas conclusões às de outros estudos que defendem a adoção de metas de inflação para a melhoria do desempenho econômico, Ball e Sheridan assinalam que adotaram um tratamento estatístico diferente.

estabilidade dos preços, mas também os objetivos de estimular a produção e o emprego.

A discussão da autonomia do banco central nos moldes como está sendo conduzida no Brasil impõe a necessidade de efetuar uma clara distinção entre a formulação e a execução da política econômica, sob pena de que, a pretexto de buscar a estabilidade monetária, institucionalizem-se práticas que conduzam a situações de ingovernabilidade da política macroeconômica, uma vez que esvaziam o poder do Executivo.

A **formulação** dos objetivos da ação econômica é uma tarefa eminentemente política e como tal corresponde ao Executivo, o qual deve implementá-la dentro de um esquema que facilite a integração e a coordenação de todas as políticas do governo. A **execução** é uma tarefa que pressupõe um domínio ou conhecimento específico, porém condicionada e subordinada às diretrizes e aos objetivos estabelecidos pelos formuladores da política. O banco central, na execução das políticas monetária, creditícia e cambial, deveria atuar com independência, sobretudo em relação ao setor privado, em especial do sistema financeiro. Nesse sentido, seria fundamental definir com precisão as incompatibilidades prévias e futuras de seus dirigentes.

Nos países de regime democrático, ao se eleger um presidente da República (ou um novo primeiro-ministro), a maioria da população opta, com maior ou menor clareza, por um programa de governo, no qual estão contempladas metas de performance da economia. A representatividade obtida através do voto popular confere legitimidade às decisões do Executivo. Estas, por sua vez, estão sujeitas ao controle político, consubstanciado nos processos eleitorais. Em um contexto de banco central independente ou autônomo com poderes decisórios de política econômica, há grande risco de que um presidente recém-eleito se veja impossibilitado de implementar seu programa, frustrando as expectativas de seus eleitores, se com este não estiver de acordo a autoridade monetária. Esse risco se torna ainda maior quando os mandatos dos dirigentes do banco central não são coincidentes com o do chefe do Executivo e este só pode substituí-los com aprovação do Poder Legislativo, com o qual também não ocorre, freqüentemente, simultaneidade de mandatos.

A concessão de independência ao banco central para a formulação da política monetária apresentaria ainda o sério inconveniente da diluição da responsabilidade política pelo manejo da economia. É fundamental que a sociedade possa responsabilizar as autoridades que são eleitas e que, portanto, podem ser trocadas ou reeleitas por seus fracassos e êxitos no manejo econômico.

Em vez de conceder independência ao banco central para a formulação de políticas e definição de regras para a política monetária, o mais apropriado seria instituir normas claras para o relacionamento da autoridade monetária com o governo e com o setor privado, em especial com o sistema financeiro, e

estabelecer mecanismos institucionais que garantam a participação mais efetiva dos dirigentes do banco central nas instâncias decisórias do governo.

A decisão de conceder independência ao banco central do Brasil para que possa formular a política monetária com foco exclusivo na estabilidade dos preços está longe de ser uma questão técnica ou apolítica como alegam os seus defensores. Ao contrário, essa é uma questão política que, como qualquer outra, implica escolhas que não são neutras em seus efeitos sobre a economia e sobre diferentes grupos sociais. Tal decisão faz parte do jogo político e essa sua dimensão precisa ser posta em evidência no debate. Não se pode permitir que suas implicações políticas permaneçam mascaradas como se se tratasse de uma questão puramente técnica e consensual.

### Referências bibliográficas

ALESINA, Alberto. Politics and business cycles in industrial democracies. *Economic Policy*, Cambridge, Cambridge University Press, n. 8, p. 57-87, Apr. 1989.

\_\_\_\_\_; CUKIERMAN, Alex. *The politics of ambiguity*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Dec. 1987. (NBER Working Paper n. 2468).

\_\_\_\_\_; SUMMERS, Lawrence. Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit, Banking*, v. 25, p. 151-162, May 1993.

ALMEIDA, Daniel K. A inflação brasileira recente: uma crítica ao regime de metas de inflação. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 10, Campinas, 2005. *Anais...* Campinas: SEP, 2005. p. 956-979. CD-Rom.

AMADOR, Isolda. *Autonomía de la banca central en América Latina*. Versión preliminar. México, DF: CEMLA, Oct., 1989. Mimeografado.

ARGY, Victor. A post-war history of the rules vs discretion debate. *Quarterly Review*, Roma, Banca Nazionale del Lavoro, n. 165, p. 147-177, Jun. 1988.

BALL, Laurence; SHERIDAN, Niamh. Does inflation targeting matter? Washington, DC: International Monetary Fund, Jun. 2003. (IMF Working Paper, n. 03/129). Disponível em: <<http://www.fmi.org/publication/wp/wp03129.pdf>>. Acesso em: 10 jul. 2003.

BARRO, Robert J. Recent developments in the theory of rules versus discretion. *Economic Journal*, Supplement, p. 23-37, 1985.

\_\_\_\_\_; GORDON, David B. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, v. 12, n. 1, p. 101-121, Jul. 1983.

BENASSY, Agnès; PISANI-FERRY, Jean. *Independence de la banque centrale et politique budgétaire*. Paris: Centre d'Études Prospectives et d'Information Internationale, Juin, 1994. (CEPII Document de Travail, n. 94-2).

BIBOW, Jörg. *Reflections on the current fashion for Central Bank Independence*. Jul. 2001. (Jerome Levy Working Paper, n. 334). Disponível em: <<http://www.levy.org/334.pdf>>. Acesso em: 21 jan. 2003.

BLINDER, Alan. *Bancos centrais: teoria e prática*. São Paulo: Editora 34, 1999.

\_\_\_\_\_. The rules-versus-discretion debate in the light of recent experience. *Weltwirtschaftliches Archiv*, Kiel, Kiel Institute for World Economics Universität Kiel, band 123, heft 3, p. 399-414, 1987.

CARVALHO, Fernando Cardim. Fundamentos da escola pós-keynesiana: a teoria de uma política monetária. In: AMADEO, Eduardo (Org.). *Ensaio sobre economia política moderna: teoria e história do pensamento econômico*. São Paulo: Marco Zero, 1989. p. 179-194.

\_\_\_\_\_. Independência do Bacen e disciplina monetária. *Revista de Economia Política*, v. 14, n. 4(60), p. 134-141, out./dez. 1995.

\_\_\_\_\_. The independence of central bank: a critical assessment of the arguments. *Journal of the Post Keynesian Economics*, v. 18, n. 2, p. 159-175, Winter 1995/96.

\_\_\_\_\_. Economic policies for monetary economic. *Revista de Economia Política*, v. 17, n. 4 (85), p. 31-511, Out./Dez. 1997.

\_\_\_\_\_. *Economia monetária e financeira: teoria e política*, Rio de Janeiro: Editora Campus, 2000.

CARARE, Aline; STONE, Mark R. *Inflation target regimes*. Washington, DC: International Monetary Fund, Jan. 2003. (IMF Working Paper, n. 03/9). Disponível em: <<http://www.fmi.org/publication/wp/wp0309.pdf>>. Acesso em: 6 mar. 2003.

\_\_\_\_\_ et al. *Establishing initial conditions in support of inflation targeting*. Washington, DC: International Monetary Fund, Jun. 2002. (IMF Working Paper, n. 02/102). Disponível em: <<http://www.fmi.org/publication/wp/wp02102.pdf>>. Acesso em: 6 mar. 2003.

CUKIERMAN, Alex. *Bank Central strategy, credibility and independence: theory and evidence*. Boston: MIT Press, 1994. First edition 1992.

\_\_\_\_\_; GERLACH, Stefan. *The inflation bias revisited: theory and some international evidence.*, Apr. 15, 2003. (Working Paper). Disponível em: <<http://www.tau.ac.il/~alexcuk/pdf/acsg-msrev.pdf>>. Acesso em: 2 maio 2003.

\_\_\_\_\_; WEBB, Steven; NEYAPATI, Bilin. Measuring the independence of central banks and its effects on policy outcomes. *The World Bank Economic Review*, v. 6, n. 3, p. 353-398, Sept. 1992.

GOODHART, Charles. *Central Bank independence*. London: Financial Market Group of the London School of Economy, Nov. 1993. (FMG Special Paper 54). Disponível em: <<http://fmg.lse.ac.uk/publication/pdfs/sp0057.pdf>>. Acesso em: 22 jan. 2003.

\_\_\_\_\_, Charles; HUANG, Haizhou. What is the Central Bank's Game? London: Financial Market Group of London Scholl of Economics, Nov. 1995. (FMG Discussion Paper, n. 22). Disponível em: <<http://fmg.lse.ac.uk>>. Acesso em: 22 jan. 2003.

GRAZIANI, Augusto. Lo Stato e la sua banca: potere político e Istituti Centrali. *Etruria Oggi*, Arezzo, Banca Popolare della Etruria et del Lazio, Anno XVI, n. 48, p. 16-20, Sett. 1998. Disponível em: <[http://www.bancaetruria.it/etruriaoggi/48/etruria\\_oggi](http://www.bancaetruria.it/etruriaoggi/48/etruria_oggi)>. Acesso em: 21 jan. 2003.

EPSTEIN, Gerald. Financialization, rentier interests, and Central Bank policy. Amherst: University of Massachusetts, Second draft. Dec. 2002. Disponível em: <[http://www.umass.edu/peri/fin\\_Epstein.pdf](http://www.umass.edu/peri/fin_Epstein.pdf)>. Acesso em: 2 maio 2003.

EUROPEAN CENTRAL BANK. Contribution presented by Professor Otmar Issing Member of the Executive Board of the European Central Bank at the conference “*Inflation Targeting: prospects and problem*”. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis, 17 Oct. 2003. Disponível em: <<http://www.ecb.int>>. Acesso em: 26 ago. 2005.

\_\_\_\_\_. *Monetary policy under inflation targeting*. Contribution presented by Eugenio Domingo Solans, Member of the Governing Council and the Executive Board of the European Central Bank, at the Fourth Annual Conference of Banco Central de Chile, Santiago de Chile, 1 Dec. 2000. Disponível em: <<http://www.ecb.int>>. Acesso em: 26 ago. 2005.

FARHI, Maryse. Metas de inflação e o medo de crescer. *Política Econômica em Foco*, Campinas, IE-Unicamp, n. 4, Seção III, p.73-91, Maio/Out. 2004.

FISHER, Stantley. *Modern approaches for central banking*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Mar. 1995. (NBER Working Paper, n. 5064).

FRAGA, Armínio; GOLDJAN, Ilan; MINELLA, André. *Inflation targeting in emerging market economies*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Jun. 2003. Disponível em: <[http://www.nber/publication/fraga\\_et\\_al6\\_9\\_03.pdf](http://www.nber/publication/fraga_et_al6_9_03.pdf)>. Acesso em: 30 jun. 2003.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. A evolução dos bancos centrais e seus desafios no contexto da globalização financeira. *Revista Estudos Econômicos*, v. 30, n. 3, jul./set. p. 397-417, 2000.

\_\_\_\_\_; FERREIRA, Carlos K. L. *Análise comparada dos bancos centrais e gestão da política monetária*. São Paulo: Fundap/IESP, 1990. (Relatório parcial n. 2 do projeto Formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado – Convênio Fundap-SCTDE). Mimeografado.

FRIEDMAN, Milton. O papel da política monetária. *American Economic Review*, v. 58, n. 1, mar. 1968. Republicado em: CARNEIRO, Ricardo (Org). *Os clássicos da economia*. São Paulo: Editora Ática, 1997. v. II, p. 254-270.

\_\_\_\_\_. The case for overhauling the Federal Reserve. In: GUTTMANN, Robert (Org.). *Reforming money and finance: institutions and markets in flux*. Armark: M.E. Sharpe, 1989. p. 39-47.

LEVY, David. *Does an independent central bank violate democracy?* Jerome Levy Institute of Bard College, Nov. 1995. (Working Paper, n. 148).

MASSAD, Carlos. La función técnica y la función política de banco central: anatomía prenatal. *Cuadernos de Economía*, Santiago, Universidad Católica de Chile, ano 26, n. 77, p. 75-90, Abr. 1989.

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

MENDONÇA, Helder F. Credibilidade da política monetária. *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 3, (87), p. 46-64, jul./set. 2002.

\_\_\_\_\_. Metas para taxa de câmbio, agregados monetários e inflação. *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 1 (85), p. 34-52, jan./mar. 2002.

\_\_\_\_\_. A teoria da independência do banco central: uma interpretação crítica. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 30, n. 1, p. 101-127, jan./mar. 2000.

OREIRO, José Luiz; PASSOS, Marcelo. A governança da política monetária brasileira: análise e proposta de mudança. Curitiba: UFPR, fev. 2005. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs>>. Acesso em: 26 maio 2005.

PRATES, Daniela M. *Crise financeira dos países “emergentes”*: uma interpretação heterodoxa. Tese (Doutoramento)– Instituto de Economia da Unicamp, Campinas, dez. 2002.

RIGOLON, Francisco. Independência do banco central: teoria e implicações para o Brasil. *Ensaio BNDES*, Rio de Janeiro, n. 3, abr. 1997.

ROGOFF, Kenneth. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *Quarterly Journal of Economic*, n. 100, p. 1169-1190, Nov. 1985.

SICSÚ, João. Teorias e evidência do regime de metas inflacionárias. *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 1 (85), p. 23-33, jan./mar. 2002.

SCREPANTI, Ernesto; ZAMAGI, Stefano. *An outline of the historical of economic thought*. Oxford: Clarendon Press, 1995.

SVENSSON, Lars. *Inflation targeting as monetary policy rule*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Nov. 1998. (NBER Working Paper, n. 6790). Disponível em: <<http://www.nber/papers/w6790.pdf>>. Acesso em: 2 maio 2003.

\_\_\_\_\_. *Optimal inflation targets, “conservative” central banks, and linear inflation contracts*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Sept. 1995. (NBER Working Paper, n. 5251). Disponível em: <<http://www.nber/papers/w5251.pdf>>. Acesso em: 2 maio 2003.

WALLER, Christopher. Monetary policy games and central bank politics. *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 21, n. 4, p. 422-431, Nov. 1989.

WALSH, Carl. Optimal contracts for central bankers. *The American Economic Review*, v. 85, n. 1, Mar. 1995 apud MENDONÇA (2000).

ZAHLER, R. La inserción institucional del Banco Central de Chile. *Cuadernos de Economía*, Santiago, Universidad Católica de Chile, ano 26, n. 77, p. 97-114, abr. 1989.