

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

DIEICK FABRICIO KLOCK

**A TEORIA DE INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL, SEUS CONFLITOS
TEÓRICOS E CONDICIONANTES INTERNACIONAIS:
UMA ANÁLISE DA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA**

Porto Alegre

2019

DIEICK FABRICIO KLOCK

**A TEORIA DE INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL, SEUS CONFLITOS
TEÓRICOS E CONDICIONANTES INTERNACIONAIS:
UMA ANÁLISE DA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Relações Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para aprovação obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Dr. Sergio Marley Modesto Monteiro.

Porto Alegre

2019

CIP - Catalogação na Publicação

Klock, Dieick Fabricio

A Teoria de Independência do Banco Central, seus conflitos teóricos e condicionantes internacionais: uma análise da experiência brasileira / Dieick Fabricio Klock. - Porto Alegre, 2019.

80 f.

Orientador: Sergio Marley Modesto Monteiro.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Curso de Relações Internacionais, Porto Alegre, BR-RS, 2019.

1. Banco Central. 2. Independência. 3. Brasil. 4. Macroeconomia. I. Monteiro, Sergio Marley Modesto, orient. II. Título.

DIEICK FABRICIO KLOCK

**A TEORIA DE INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL, SEUS CONFLITOS
TEÓRICOS E CONDICIONANTES INTERNACIONAIS:
UMA ANÁLISE DA EXPERIÊNCIA BRASILEIRA**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Relações Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para aprovação obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Aprovado em: Porto Alegre, 09 de dezembro de 2019.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Sérgio Marley Modesto Monteiro - Orientador

UFRGS

Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima

UFRGS

Prof. Dr. Carlos Eduardo Schonerwald da Silva

UFRGS

RESUMO

O debate acerca da independência do Banco Central é um tema significativo na atual conjuntura econômica brasileira com a presente retórica governamental em direção a uma autoridade monetária mais independente. Ao construir um panorama do debate sobre o tema, contrapondo os ideais da Escola Novo-Clássica e da Pós-Keynesiana, o presente trabalho almeja analisar como o cenário internacional condiciona e é influenciado pelo nível de independência da autoridade monetária. Além disso, busca-se elucidar a principal metodologia empregada na mensuração da independência dos Bancos Centrais tornando possível que, posteriormente, seja construída uma análise do processo de desenvolvimento da autoridade monetária brasileira. Para isso, os principais fatos históricos do Banco Central do Brasil serão examinados a partir de revisões bibliográficas, contando com uma atenção especial para o período de implementação do Plano Real e do Sistema de Metas para a Inflação, com o propósito de delinear as oscilações no grau de independência da instituição e a sua relação com a conjuntura internacional. De maneira que a adoção de instituições mais independentes pode ser explicada por meio de um conjunto de fatores que englobam desde o panorama internacional, com aspectos como a credibilidade, as expectativas e a transparência da instituição, como também pelo contexto interno.

Palavras-chave: Banco Central. Brasil. Independência. Macroeconomia.

ABSTRACT

The debate on Central Bank independence is a significant topic in the current Brazilian economic environment with a significant government rhetoric towards a more independent monetary authority. By creating an overview of the debate on the subject, introducing the ideals of the New Classic and Post Keynesian School, the present work seeks to analyze how the international scenario is conditioned and influenced by the level of independence of the monetary authority. In addition, the aim is strived to elucidate the main methodology employed in measuring the independence of Central Banks, which may subsequently allow an analysis of the development process of the Brazilian monetary authority. To this end, the main facts of the history of the Central Bank of Brazil will be examined from bibliographic reviews, with special attention to the implementation period of the Real Plan and the Inflation Targets System, with the aim of delineating oscillations in the institution degree of independence of the institution and its relationship with the international situation. In such a way that the adoption of more independent institutions can be explained through a set of factors that encompass from the international panorama, with aspects such as credibility, expectations and transparency of the institution, as well as by the internal context.

Keywords: Central Bank. Brazil. Independence. Macroeconomic.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Variáveis Para Independência Legal do Banco Central	23
Tabela 2 - Índice de Rotatividade dos Presidentes	26
Tabela 3 - Índice de Independência Legal do Banco Central do Brasil Conforme Cukierman, Webb e Neyapti	60
Tabela 4 - Índice de Rotatividade de Presidentes do Banco Central do Brasil, 1950 - 1989	62
Tabela 5 - Histórico de Metas para a Inflação no Brasil	64
Tabela 6 - Grau de Independência do Banco Central do Brasil	66

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BB	Banco do Brasil
BC	Banco Central
BCB	Banco Central do Brasil
BCI	Banco Central Independente
BNDE	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico
CACEX	Carteira de Câmbio e de Comércio Exterior
CAMOB	Carteira de Mobilização Bancária
CARED	Carteira de Redesconto
CEO	Chief Executive Officer
CWN	Cukierman, Webb e Neyapti
FMI	Fundo Monetário Internacional
IDE	Investimento Direto Estrangeiro
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OF	Orçamento Fiscal
OM	Orçamento Monetário
PIB	Produto Interno Bruto
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SMI	Sistema de Metas para a Inflação
SUMOC	Superintendência da Moeda e do Crédito
URV	Unidade Real de Valor

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	8
2	POLÍTICA MONETÁRIA E O PAPEL DOS BANCOS CENTRAIS.....	11
2.1	AS ATRIBUIÇÕES DOS BANCOS CENTRAIS	11
2.2	BANCOS CENTRAIS INDEPENDENTES	14
2.3	A ESCOLA NOVO-CLÁSSICA E A INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS	16
2.4	CONFLITOS TEÓRICOS, A CRÍTICA PÓS-KEYNESIANA	27
3	O DILEMA CONTIDO NA DELEGAÇÃO DE PODER AOS BANCOS CENTRAIS.....	31
3.1	A LÓGICA SOCIOLÓGICA DA DELEGAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA	31
3.2	CONDICIONANTES INTERNACIONAIS NA TOMADA DE DECISÃO A FAVOR DOS BANCOS CENTRAIS INDEPENDENTES	39
3.3	O PAPEL DOS ORGANISMOS INTERNACIONAIS: O CASO DO FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL.....	48
4	EVOLUÇÃO HISTÓRICA E CONTEMPORANEIDADE DO BANCO CENTRAL BRASILEIRO.....	53
4.1	O DESENVOLVIMENTO HISTÓRICO DA AUTORIDADE MONETÁRIA BRASILEIRA: A SUPERINTENDÊNCIA DA MOEDA E DO CRÉDITO	53
4.2	O SURGIMENTO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL	55
4.3	O NÍVEL DE INDEPENDÊNCIA DA AUTORIDADE MONETÁRIA BRASILEIRA: UMA ANÁLISE HISTÓRICA.....	59
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	70
	REFERÊNCIAS.....	73

1 INTRODUÇÃO

Ao longo da década de 1990, muitos países adotaram uma postura favorável aos Bancos Centrais Independentes (BCIs). A América Latina não foi exceção, seguindo esta tendência junto da adoção de políticas econômicas neoliberais delineadas pelo Consenso de Washington¹, com uma menor participação do Estado no âmbito social e econômico.

O conceito de independência está relacionado com o nível de liberdade com o qual os Bancos Centrais (BCs) gozam para determinar sua ação como autoridade monetária, ou seja, a possibilidade de construir metas e objetivos a serem perseguidos sem que outras instituições ou grupos de interesse político interfiram. Uma gama dos economistas acredita na perspectiva que com um BCI vários impasses econômicos seriam solucionados, de modo que um ambiente mais harmonioso seria proporcionado para a sociedade, enquanto outros agentes criticam tais ideias.

A noção de BCI ganhou força a partir dos anos 1970 com a configuração da Escola Novo-Clássica, tornando-se um tema recorrente e amplamente debatido nos meios acadêmicos. A discussão floresceu por meio de diversas publicações, destacadamente a de Kydland e Prescott, em 1977, intitulada *Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*. Basicamente, para os autores, os *policy makers* provocam algumas incongruências para a condução da política monetária em virtude da busca por resultados em horizontes temporais curtos. Para resolver esse empecilho, o BCI surge como resposta para mitigar a influência política, de maneira a possibilitar uma melhor capacidade de emprego dos instrumentos de política monetária. Para Mendonça (2003, p. 109), o ano de inflexão é 1973, quando o sistema de Bretton Woods ruiu e o choque do petróleo impôs novos condicionantes na formulação de políticas monetárias. Junto a isso, soma-se a introdução dos trabalhos de autores como Robert Lucas, Thomas Sargent e Neil Wallace, ampliando o debate e conferindo-lhe ainda maior relevância.

Nesse contexto, o primeiro capítulo deste trabalho consiste na apresentação das atribuições contemporâneas dos BCs no que tange à formulação das políticas monetárias. Além disso, objetiva-se construir uma discussão a respeito do conceito de independência e uma

¹ O emprego da expressão Consenso de Washington diz respeito a um conjunto de dez diretrizes estabelecidas em 1989, na cidade de Washington D.C., por economistas de instituições financeiras significativas. Basicamente as regras consistiam na busca pela disciplina fiscal, a redução dos gastos públicos, a abertura comercial e econômica, uma taxa cambial de mercado, a liberalização do comércio exterior, o incentivo ao investimento estrangeiro direto com menores restrições, privatizações, desregulamentação de leis tributárias e econômicas e garantias em relação a direitos de propriedades intelectuais. Como aponta Karine Belmiro (2015, p. 11) “[...] essas regras se tornaram a política oficial do FMI em 1990, que as “orientava” para a promoção do “ajustamento macroeconômico” dos países em desenvolvimento em situação econômica crítica. Em pouco tempo, a expressão passou ser identificada como um projeto neoliberal”.

revisão bibliográfica, abordando a visão da Escola Novo-Clássica e Pós-Keynesiana, com o propósito de construir um arcabouço com os principais pontos do debate e os seus antagonismos, possibilitando justificar como lente analítica a adoção de uma perspectiva mais alinhada com a ortodoxia, por meio da Escola Novo-Clássica. Junto a isso, pretende-se elucidar o principal método empregado na mensuração do nível de independência dos BCs, elaborada por Cukierman, Webb e Neyapti, em 1992, elementar para a análise da experiência da autoridade monetária brasileira.

Simultaneamente, para uma melhor compreensão do processo de consolidação das autoridades monetárias mais independentes, faz-se necessário compreender os motivos que levaram os presidentes a delegar um maior nível de poder para essas instituições. Em virtude disso, no segundo capítulo ocorre a apresentação da lógica intrínseca ao processo de delegação, o papel das tecnocracias, da credibilidade, da reputação e dos organismos internacionais. O primeiro objetivo desse capítulo é investigar o processo de tomada de decisão em favor dos BCI por parte dos agentes políticos. O segundo, diz respeito à maneira como condicionantes internacionais impactam no âmbito da delegação, em especial a questão da credibilidade e as decisões de alocação de investimentos internacionais por parte dos agentes econômicos. Além disso, as organizações internacionais também contribuíram para a disseminação dos BCI ao redor do globo, dessa maneira, pretende-se sondar como o Fundo Monetário Internacional (FMI) contribuiu para essa tendência, particularmente nos países em desenvolvimento. Tais fatores correspondem ao escopo da análise de como o cenário internacional condiciona e é influenciado pelo nível de independência da autoridade monetária, correspondendo ao principal objetivo do presente trabalho.

As principais explicações para a adoção de BCIs, como assinala Maxfield (1998) estão relacionadas com questões oriundas da política interna, em detrimento das fontes externas. Basicamente, a hipótese central do trabalho consiste em apresentar o cenário internacional como um fator significativamente relevante para a tomada de decisão a favor dos BCIs, junto das questões internas.

O terceiro, e último, capítulo consistirá em apresentar a experiência brasileira. O propósito é analisar o desenvolvimento histórico do Banco Central do Brasil (BCB) e as oscilações no seu nível de independência a partir da base de dados advinda dos trabalhos de Alex Cukierman, Steve Webb e Bilin Neyapti (1992) e Leandro Padua de Oliveira (2016). O foco desse ponto é averiguar as principais alterações institucionais que ocorreram contemporaneamente, o Plano Real e o Sistema de Metas para Inflação (SMI), para construir um panorama das oscilações no nível de independência do BCB no ínterim entre o

estabelecimento da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC) até o ano de 2015. Além do exame de uma possível relação negativa entre a o nível de independência da autoridade monetária brasileira e a inflação.

Dessa forma, o presente trabalho se mostra pertinente tanto no campo da macroeconomia, com o objetivo de analisar a experiência histórica da autoridade monetária brasileira, como também ao estudo das Relações Internacionais por meio do exame das influências provenientes de dinâmicas internacionais, notadamente delineadas pela globalização, no grau de independência das autoridades monetárias. Ademais, como aponta Matta (2003), embora o debate a respeito do tema seja bastante difundido, ele não constitui uma unanimidade, de maneira que o presente trabalho se justifica academicamente pela relevância do assunto para o desempenho econômico nacional e também pela recente ênfase governamental no objetivo de conceder uma maior independência para o BCB, de forma que através da análise histórica e da experiência internacional é possível uma melhor compreensão de tal movimento.

2 POLÍTICA MONETÁRIA E O PAPEL DOS BANCOS CENTRAIS

Neste capítulo o foco será analisar as atribuições dos Bancos Centrais (BCs), atentando para as suas funções, objetivos e condicionantes na formulação da política monetária. Além disso, o capítulo tem como objetivo averiguar o panorama que permeou a expansão no número de Bancos Centrais Independentes (BCIs), registrada majoritariamente em países emergentes após o início da década de 1990. Junto a isso, busca-se realizar uma revisão bibliográfica a respeito da perspectiva de Independência dos Bancos Centrais.

2.1 AS ATRIBUIÇÕES DOS BANCOS CENTRAIS

Os BCs são instituições elementares ao desempenho macroeconômico dos países, estando presentes na maioria das nações industrializadas a partir do final do século XIX. Contudo, por mais que sejam instituições com configurações parcialmente recentes, os primeiros BCs remontam ao século XVII, com origem em países europeus inseridos dentro de uma conjuntura marcada pela instabilidade financeira. Nesse contexto, destaca-se o surgimento de bancos estatais como o Banco de Amsterdã, em 1609, constituído a partir de agentes privados, mas contando com a segurança provida pelos atores estatais. Distingue-se também o Riksbank, estabelecido na Suécia em 1656, tendo como foco quesitos comerciais e o Banco da Inglaterra, formado em 1694, inicialmente como uma corporação privada, mas que ao longo do seu desenvolvimento histórico foi concentrando algumas atribuições relacionadas aos BCs e se moldando como tal (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016).

Por mais diferentes que possam ser os objetivos macroeconômicos de um país, a sua concretização é condicionada pelas formulações e estratégias estabelecidas por um governo a fim de impactar as expectativas dos agentes. Ao gerenciar a performance econômica, o governo conta com três ferramentas para perseguir um determinado nível de emprego e de estabilidade dos preços: a política fiscal, atrelada à quantidade de impostos e dispêndios governamentais; a política monetária, influenciando na oferta de moeda e, por fim, a política cambial, com a gestão da taxa de câmbio.

A política monetária se delinea como a política econômica atrelada à gestão da oferta monetária em circulação, às taxas de juros e ao crédito dentro de um Estado. Isso ocorre por meio de uma autoridade monetária almejando cumprir os propósitos da política

macroeconômica em curso. O BC representa a instituição responsável pelo equilíbrio do montante de dinheiro e de crédito dentro de uma economia, relacionando-se com a preservação do poder de compra da moeda e incentivando a produtividade e o progresso da estrutura financeira de um determinado país (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016, p. 6). Dentro do âmbito das funções da instituição se destacam: o monopólio de emissão da moeda, a de banqueiro do governo, a de ser o banco dos bancos, supervisor do sistema financeiro, o responsável pela política cambial e monetária, além de depositário das reservas internacionais.

O monopólio de emissão de moeda está relacionado com a administração do meio circulante, respondendo à demanda por dinheiro por parte dos agentes econômicos através da emissão e recolhimento de moeda, suprimindo a necessidade do sistema bancário e, conseqüentemente, do público. Na função de banco dos bancos, o BC acolhe as reservas voluntárias ou compulsórias de outros bancos, atua como fiscal e regulador dos atores pertencentes à estrutura financeira nacional, além de ser prestador de última instância que se expressa, por exemplo, com os empréstimos de redesconto em virtude de empecilhos relacionados com a liquidez de instituições financeiras (CARVALHO; OLIVEIRA; MONTEIRO, 2010; BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016).

A função de banqueiro do governo, por sua vez, diz respeito ao gerenciamento das principais contas governamentais. O BC contribui intensamente no manejo de recursos, sendo também o depositário e o gestor das reservas internacionais. A junção das operações bancárias governamentais proporciona um melhor controle sobre o crédito e agregados monetários, sendo a possibilidade de recursos condicionada pelos títulos do tesouro. No que tange às contas internacionais, a instituição tem como função a busca pela estabilidade entre os recursos, os prazos, as incertezas, os riscos e os rendimentos, atuando por meio da compra e venda de divisas para controlar instabilidades e a especulação (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016, p. 19).

O encargo de supervisor do sistema financeiro se relaciona com a regulamentação e aos mecanismos de fiscalização. Busca-se a solidez da estrutura financeira, de forma que essa atribuição pode estar diretamente sob responsabilidade dos BCs ou de alguma outra agência. As restrições e normas podem ser variadas, abrangendo desde a quantidade de participantes e a natureza da atividade econômica, quanto à quantidade de capital mínimo exigido das instituições financeiras. Os sistemas de supervisão são diferentes entre os países, podendo ser constituídos, por exemplo, em inspeções diretas ou indiretas. Contemporaneamente, instituições internacionais têm assumido relevância na estipulação de normas básicas, conferindo maior credibilidade e solidez para o sistema financeiro dos países signatários. O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o responsável, no Brasil, pela elaboração de normativas

e políticas para a atividade financeira. O modelo de supervisão do BCB é composto por ações de monitoramento, pela supervisão direta sobre as instituições financeiras e de processos de planejamento estratégico (CARVALHO; OLIVEIRA; MONTEIRO, 2010; BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016).

A execução da política monetária, base das funções dos BCs contemporâneos, interfere com, segundo o Banco Central do Brasil (2016, p. 26), “ [...] a evolução dos meios de pagamento e controla o processo de criação da moeda e do crédito, mediante os seguintes instrumentos clássicos dos bancos centrais: encaixe legal (recolhimentos compulsórios), redesconto, e operações de mercado aberto”. A porcentagem dos depósitos que permanecem obrigatoriamente no BC por parte dos bancos comerciais se relaciona de forma inversa com a possibilidade de o sistema financeiro aumentar o crédito e a oferta monetária, ou seja, alíquotas altas levam a uma menor possibilidade de proporcionar crédito e aumentar o multiplicador da moeda.

O redesconto, além da conexão como prestador de última instância, também funciona como um instrumento de política monetária. Por último, mas não menos importante, as operações de mercado aberto correspondem a mecanismos flexíveis e ágeis, com impacto na taxa de juros e oferta monetária. Elas representam o instrumento mais utilizado pelos BCs na realização da política monetária, delineando-se por meio da compra e venda de títulos do governo. Com a venda, o BC auferir moeda do sistema financeiro, provocando um decréscimo da liquidez na economia, a diminuição dos preços dos títulos e o aumento dos seus rendimentos. Através da compra, o BC concede moeda pelos títulos, aumentando a oferta de crédito e o valor dos títulos, diminuindo a taxa de juros (CARVALHO; OLIVEIRA; MONTEIRO, 2010; BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016).

No que tange ao mercado de câmbio, a oferta e a demanda condicionam a formação da taxa de câmbio, sendo responsabilidade da autoridade monetária nacional implementar a política cambial conforme os seus objetivos, impactando a estabilidade da relação do poder de compra da sua moeda para com as demais. Nesse contexto, ganha relevância a adoção de regimes cambiais, sejam eles fixos ou flexíveis. A política cambial e a monetária se relacionam por meio do regime adotado, sendo atribuição do BC o funcionamento satisfatório do mercado de câmbio, moderando as taxas cambiais e o balanço de pagamentos. Para isso, a instituição pode se utilizar de instrumentos como a gestão das reservas cambiais, compra e venda de moedas, acertar empréstimos externos, celebrar acordos com organizações financeiras nacionais e internacionais, além de influenciar os fluxos de capitais internacionais (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016).

2.2 BANCOS CENTRAIS INDEPENDENTES

A difusão das ideias relacionadas aos BCIs ganhou relevância no cenário internacional a partir de 1980, intensificando-se na década seguinte. No período posterior à degradação do sistema *Bretton-Woods* poucos países concederam maior independência aos seus BCs. Segundo Maxfield (1998, p. 4), houve um intervalo curto de tempo no qual uma grande quantidade de países modificou as suas instituições monetárias de forma mais expressiva do que em qualquer outro período desde a eclosão da Segunda Guerra Mundial. A partir de 1990, mais de 70 Estados tomaram decisões favoráveis aos BCIs, sendo a difusão caracterizada, segundo Orit Gertzek-Rapport, David Levi-Faur e Dan Miodownik (2006, p. 2), como “[...] a process where practices, ideas or institutions are communicated in an uncoordinated manner through certain channels over time among the members of a social system”². A noção de globalização financeira se insere nessa conjuntura ao dinamizar a interconexão de políticas, impulsionando a disseminação de práticas, conceitos e instituições.

Nesse contexto, o final do século XX foi marcado pela disseminação dos ideais construídos no Consenso de Washington, impactando os modelos de desenvolvimento econômico dos Estados. Simultaneamente, o FMI ganhou relevância na difusão dos ideais neoliberais, desempenhando um eminente papel como organização internacional. Segundo Simone Polillo e Mauro F. Guillén (2005), a entidade influenciou os países em desenvolvimento de forma considerável por meio adoção de parâmetros, construídos no Consenso de Washington, que se estabeleceram como políticas de boa governança, como a delegação de uma maior autonomia e independência para as autoridades monetárias nacionais.

Os conceitos de autonomia e de independência estão relacionados com o nível de liberdade com o qual os BCs gozam na determinação da sua ação como autoridade monetária, ou seja, a possibilidade de construir metas e objetivos a serem perseguidos sem que outras instituições ou grupos de interesse político interfiram. Para Fischer (1995), o conceito de independência pode ser dividido em dois aspectos. Primeiramente, a independência de instrumentos, na qual existe a oportunidade de a autoridade monetária utilizar as ferramentas necessárias para alcançar as suas metas e objetivos, não sendo influenciada por uma relação de dependência com outra instituição governamental. Por segundo, a independência de meta, quando o BC tem a possibilidade de estipular os seus objetivos. Essa perspectiva foi influenciada pelo trabalho de Grilli, Marciandaro e Tabellini (1991) com a divisão da

² Tradução nossa: “[...] um processo em que práticas, ideias ou instituições são comunicadas de maneira descoordenada por meio de certos canais ao longo do tempo entre os membros de um sistema social”.

independência entre política e econômica. A primeira se relaciona com a possibilidade de a instituição definir os objetivos da política monetária. Por sua vez, a econômica se relaciona com a possibilidade de escolher os mecanismos para alcançar os objetivos.

Simultaneamente, Estrela (2011, p. 351) possui uma visão similar, sendo o fator chave para a classificação do nível de independência do BC a soberania com que a autoridade monetária dispõe para a realização da política monetária. Para o autor, um BC independente conta com a possibilidade de definir metas e objetivos junto de um poder operacional, no que tange aos meios para alcançar os fins. Por sua vez, um BC autônomo tem a sua possibilidade de ação influenciada por metas definidas fora do banco, contando com a possibilidade de seleção dos meios para alcançar um determinado objetivo. Por último, o BC dependente é uma instituição com o centro de decisão fora da sua estrutura, com os objetivos e meios operacionais definidos externamente. Porém, autores críticos pontuam que existe uma grande confusão nos dois termos, indagando até que ponto a discussão pode estar relacionada com problemas semânticos.

A questão central que deve ser respondida é: qual instância governamental define quais serão as taxas de juros e de câmbio? Se a resposta a esta pergunta for o Banco Central, então não existe diferença entre autonomia e independência. Ou seja, tanto faz que Banco Central esteja determinando a taxa de juros e a taxa de câmbio para atingir uma meta estabelecida pelo executivo ou por ele próprio. A sua ação sempre correrá o risco de se confrontar com a política fiscal, gerando sérios problemas de coordenação econômica (CROCCO; JAYME; 2003, p. 12).

Para Corazza (1995, p. 127), quatro fases se destacam ao longo do desenvolvimento histórico do conceito de independência. Primeiramente, nos anos anteriores à Primeira Guerra Mundial, com uma aproximação na relação entre bancos e governos, junto de uma importância significativa do padrão-ouro e com a noção de independência majoritariamente relacionada com questões jurídicas. Posteriormente, após o conflito, nos primórdios de 1920 até a metade dos anos 1930, o debate a favor da independência prevaleceu, somando-se a novos desafios ao padrão-ouro que, mais tarde, tornou-se insustentável.

Na terceira fase, entre os anos 1930 e 1960, os BCs foram ao encontro das políticas governamentais, impelindo a diminuição da independência. Dentro desse contexto, a crise econômica de 1929 teve importância ao delinear os meandros pelos quais a ação estatal se guiou, promovendo o planejamento econômico e participação do Estado na economia. Essa situação também foi impulsionada pelo surgimento de regimes totalitários e pela Segunda Guerra Mundial. Na última fase, iniciando-se no final dos anos 1960, mais uma vez, a questão da independência entrou em foco, mantendo-se uma discussão atual (CORAZZA, 1995, p. 129).

Muitos condicionantes permanecem centrais ao debate dentro do desenvolvimento da terceira fase até o período atual. Dentre eles, destacam-se questões como a nomeação da direção da instituição, a organização das diretorias e a aceitação das medidas definidas pelos BCs por parte dos governos. Por mais que esses elementos estejam presentes dentro de uma estrutura de análise da questão da independência, houve o surgimento de uma nova conjuntura com os ideais advindos do Consenso de Washington, impulsionando ainda mais o debate entre a literatura a favor ou contrária aos BCIs. Sob tal programa, houve um incentivo à diminuição da presença do Estado em quesitos econômicos, sociais e políticos. O papel estatal estaria primordialmente na garantia do cumprimento de contratos, distanciando-se de aspectos relacionados com os mercados (BELARMINO, 2015).

A propensão ao crescimento da independência dos BCs no decorrer dos anos 1990, para Cukierman (2008, p. 726), mescla fatores regionais e globais. Internacionalmente, destaca-se a primazia da estabilidade dos preços, condicionada principalmente pela estagflação durante os anos 1970 e pelo desempenho econômico pífio dos países com elevados índices de inflação, essencialmente na América Latina. Além disso, a globalização é outro fator relevante, pois houve um contínuo decréscimo nos controles dos intercâmbios de capital, junto do aumento das responsabilidades aos investidores. Assim como Simone Polillo e Mauro F. Guillén (2005), Cukierman (2008) traz o FMI como uma instituição importante na disseminação de um posicionamento favorável aos BCIs, relacionando-os com ambientes institucionais desejáveis.

No âmbito regional, ressalta-se o colapso de instituições como o sistema de *Bretton-Woods*, intensificando a busca por alternativas em favor da estabilidade, e alguns planos de estabilização bem implementados na América Latina que possibilitaram o decréscimo das altas inflações que assolavam diversos países. Na Europa, o Bundesbank ganhou relevância como um exemplo de que a independência auxilia na busca pela estabilidade, impactando o Tratado de Maastricht, como a estipulação da necessidade do incremento da independência dos BCs de muitos países como um condicionante para o ingresso na União Europeia (CUKIERMAN, 2008, p. 727).

2.3 A ESCOLA NOVO-CLÁSSICA E A INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS

A defesa de um BCI como uma possibilidade para o controle dos índices de preços remonta à década de 1980. Desde lá tal questão tem ampliado sua presença no debate econômico. Basicamente, dois argumentos se destacam na sua defesa. O primeiro se relaciona com a utilização do BC com objetivos políticos, por exemplo, o emprego de medidas visando

o aumento do produto e a redução do desemprego. O segundo, associa-se com a questão inflacionária nas políticas discricionárias, percebida no impacto da inflação no longo prazo para a sociedade em razão da busca de políticas que proporcionem benefícios no curto prazo, mas que não se mantem no longo (MENDONÇA, 2000).

O surgimento da Escola Novo-Clássica representou uma nova perspectiva antagônica à visão keynesiana, contando com modificações relevantes para com o monetarismo, ilustrado pelas ideias de Milton Friedman (FREITAS, 2006). Ao Monetarismo duas visões para com a independência dos BCs são perceptíveis, mesmo que ambas, como aponta Corazza (1995, p. 155), sejam “[...] paradoxalmente fundadas no mesmo marco teórico: a neutralidade da moeda e da política monetária sobre as variáveis reais da economia”.

Em meados da década de 1960, o Monetarismo se destacava enquanto movimento teórico, relacionando-se significativamente com a Universidade de Chicago e apresentando Milton Friedman como um dos expoentes mais significativos. Para Friedman (1968) a proposta de independência dos BCs não é viável por, ao menos, três motivos: a dissolução dos compromissos com a execução da política econômica, a concentração de muito poder de decisão nos indivíduos dirigentes dos BCs e, simultaneamente, um foco inadequado na visão dos banqueiros.

Aos autores monetaristas favoráveis à defesa da independência, como Fratiani, Hagen e Walter (1992³ *apud* CORAZZA, 1995, p. 157), faz-se essencial preservar o BC de pressões exteriores, principalmente políticas, que impactam na expedição de moeda, chave no processo inflacionário, para assim promover a manutenção dos níveis de preços. Dessa forma, alguns pontos assumem relevância, como, mais uma vez, o objetivo primordial da busca pela estabilidade dos preços. A instituição necessita ter a possibilidade de sustentar o seu posicionamento. Isso se relaciona, por exemplo, com o mandato dos dirigentes, que deveria ser fixo. Além da não possibilidade de empréstimo ao setor público.

Crítico ao argumento monetarista e buscando aprofundar o debate a favor da independência por meio de outra explicação, Charles Goodhart (1994) soma à discussão a primazia da taxa de juros de curto prazo como ferramenta primordial da política monetária. Além disso, com a apresentação da ideia de que os BCs necessitam agir estrategicamente a fim de utilizar a independência a seu favor na busca dos seus objetivos, com competências técnicas indo ao encontro da aprovação social. Simultaneamente, oposto às assertivas do monetarismo,

³ FRATIANNI, M., HAGEN, J. and WALLER, C. (1992). The Maastricht Way to MEU. **Essays in International Finance**, Princeton, n. 187, June.

Aglietta (1993⁴ *apud* CORAZZA, 1995, p. 174) também assume um papel relevante na defesa do quesito independência que, para o autor, é um fenômeno multidimensional com uma noção relativa, pois é um elo influente tanto no governo como nos mercados, proporcionando para a moeda fiduciária uma função simbólica de confiança e equilíbrio.

Na Escola Novo-Clássica, por sua vez, os principais autores são, segundo Freitas (2006), David Gordon, Robert Barro e Robert Lucas. No núcleo do pensamento da escola se destaca a proposição de que os agentes econômicos maximizadores potencializam as suas informações, traçando as suas possibilidades com base nas informações provenientes do passado e das expectativas futuras. Isso se delinea na Hipótese das Expectativas Racionais. Nessa perspectiva, os agentes contam com o conhecimento sobre o funcionamento da economia a seu favor, antecipando comportamentos e evitando erros do passado. Essa visão diverge da Hipótese das Expectativas Adaptativas, de Milton Friedman, na qual as circunstâncias do passado condicionam a ação dos agentes.

Simultaneamente, a Escola conta com a ideia da existência de uma taxa natural de desemprego que se perpetua independentemente de políticas públicas empregadas, de forma que uma parcela do desemprego é opcional, voluntária. Segundo Freitas (2006, p. 271), Robert Lucas elaborou uma nova interpretação da Curva de Phillips, na qual os atores constroem as suas decisões por meio da racionalidade e das informações disponíveis. O desemprego voluntário se caracteriza pela escolha por parte dos agentes econômicos de não trabalhar. Isso pode ocorrer, por exemplo, em virtude da incompatibilidade entre a remuneração oferecida e a esperada pela sua produtividade, além da opção em favor do lazer. Simultaneamente, o desemprego friccional se caracteriza pelo íterim entre a mudança dos trabalhadores de um emprego para outro. Deste modo, a Curva de Phillips se configura de maneira vertical, uma vez que a taxa de desemprego vigente se iguala à taxa de desemprego natural, com variações de natureza aleatória em torno desse nível de desemprego.

Junto a esses fatores, soma-se um comportamento, por parte dos agentes governamentais, em favor de um viés inflacionário em consequência de fatores políticos. O governo almeja impactar variáveis reais da economia, mesmo que de forma temporária. Com base no “*political business cycle*”, advindo do trabalho de William Nordhaus (1975), os ciclos políticos ganharam maior relevância no âmbito analítico, uma vez que, com o governo encarregado da tomada de decisão da política econômica, a conjuntura seria condicionada pelos interesses políticos, levando ao surgimento, muitas vezes, de descompassos ou a interações

⁴ AGLIETTA, Michel (1993). L' indépendence de la Banque de France. Paris, **Banque**, n. 537, mai.

artificiais. Isso se delineia, por exemplo, como aponta Freitas (2006), nos períodos anteriores às eleições com a busca por uma conjuntura econômica favorável ao governo vigente, almejando ganhos políticos, em detrimento dos empecilhos gerados no médio e longo prazo. Outro exemplo são as medidas empregadas por governos populistas.

Dessa forma, a Escola Novo-Clássica ratifica a ideia de que os administradores governamentais não devem contar com a possibilidade de utilizar a política monetária de maneira discricionária, ou seja, podendo realizar atitudes administrativas de acordo com a conveniência. A política monetária deve estar lastreada em regras explícitas e conhecidas, mitigando incertezas e temores. Caso ocorra o oposto, a inflação é uma consequência (FREITAS, 2006).

Assim, se a taxa corrente de desemprego for igual à taxa natural, a presença de uma política monetária expansiva não conduziria a um aumento do emprego, mas sim a um aumento no nível geral de preços, proporcional ao aumento do estoque de moeda. Logo, qualquer ação dos *policy makers* visando ao uso de política monetária para afetar as variáveis reais da economia não se traduziria em alterações nos níveis de produto, renda e emprego, mas sim de preços (TORREZAN; SILVA; SOARES; STRACHMAN, 2017, p. 4).

A consequência da interferência política se manifesta na geração de ciclos econômicos artificiais ou desnecessários com viés eleitoral no curto prazo, com a configuração de desafios, como a inflação, no longo prazo. Para a Escola Novo-Clássica, com a racionalidade dos agentes, existe a possibilidade de os atores econômicos responderem prontamente as medidas econômicas do governo, com o objetivo de mitigar os seus impactos no longo prazo e favorecer os seus interesses. No curto prazo, o cenário pode ser impactado por instabilidades em virtude da imprevisibilidade das medidas. Além disso, as informações são imperfeitas, ou seja, os agentes são surpreendidos pelas medidas. Contudo, ao longo desses eventos, os agentes, a partir da tomada de consciência da conjuntura, direcionam seu comportamento a fim de neutralizar a intervenção do governo por meio da antecipação das suas ações. As medidas governamentais inesperadas podem ocasionar o decréscimo na credibilidade e reputação do BC (CROCCO; JAYME JR, 2003).

Do pressuposto da neutralidade da moeda, a Escola Novo-Clássica constrói a sua interpretação para a política monetária. Busca-se construir um esforço em favor da manutenção do nível de preços, por meio de regramentos difundidos e objetivos, para reduzir possíveis incertezas e dúvidas em relação à conduta do governo levando, favorecendo à atenuação de possíveis perspectivas negativas dos agentes. Dessa forma, ao poder Executivo não deve ser facultada a possibilidade de atuação na política monetária de maneira discricionária.

[...] os *policy makers* devem apenas se ater a proporcionar um ambiente de baixa inflação, pois o uso de políticas monetárias para outros fins apenas conduziria a ambientes de incerteza e desconfiança em relação à autoridade monetária, além de não representar qualquer efeito a longo prazo. Dessa maneira, caberia às autoridades criar um ambiente de confiança e previsibilidade para o funcionamento do mercado, sem gerar um cenário inflacionário, de acordo com expectativas incertas de aumento na oferta monetária (TORREZAN; SILVA; SOARES; STRACHMAN, 2017, p. 5).

Dentro desse contexto, ao governo se delinea a responsabilidade para o estabelecimento de uma configuração institucional com o objetivo de mitigar tais pontos. Dessa forma, a implantação e desenvolvimento de um BCI, com uma estrutura sem influência política, diminuindo intervenções exógenas, e com objetivo de manter estáveis os níveis de preço. Para esse fim, a instituição contaria com a gerência de um corpo técnico especializado com uma perspectiva temporal de ação maior do que questões conjunturais. O objetivo da estabilidade dos preços deve prevalecer, mesmo indo de encontro a algum outro anseio do governo (TORREZAN; SILVA; SOARES; STRACHMAN, 2017). Tais pontos delinea a importância da delegação, fator que, segundo Carvalho (2007, p. 133), soma-se com a credibilidade e reputação na composição da base que alicerça a tese da independência do BC.

A credibilidade e reputação são importantes por proporcionarem a confiabilidade para os agentes econômicos em relação às políticas aplicadas pela instituição. Nesse cenário, o emprego de políticas discricionárias não é bem visto pelos agentes, implicando em queda da credibilidade. Por sua vez, a reputação proporciona a manutenção estável das expectativas dos agentes (CARVALHO, 2007).

Ao longo da década de 1990, houve a inserção da perspectiva de metas máximas de inflação. A ideia da *inflation-target* vai ao encontro da subordinação das demais variáveis macroeconômicas em busca da estabilização dos preços, principal objetivo do BC para a corrente novo-clássica, de forma a aferir melhores possibilidades para a questão do prestígio da instituição. Soma-se também a noção da transparência, que permite uma melhor concepção das expectativas dentro do sistema econômico. Além disso, a independência do BC em relação aos demais poderes, no que tange à formulação e execução da política monetária, permite mitigar antagonismos para com o governo e impulsionar a sua credibilidade (FREITAS, 2006).

A construção de uma análise sobre a possibilidade de um BCI ganhou importância com o trabalho de Kydland e Prescott (1977), examinando o desafio político imposto pelos antagonismos atrelados com as decisões dos *policy makers* na administração da política monetária, no que tange aos seus esforços em busca de benefícios no curto prazo. Isso fica exemplificado com a utilização do *trade-off* representado pela Curva de Phillips, entre inflação

e desemprego, com a expansão monetária almejando crescer o produto e o emprego, notadamente em períodos antecedentes às eleições. Isso, por sua vez, traz como consequência desafios para a política econômica no longo prazo, pois não ocorre a manutenção de tais resultados.

Para Kydland e Prescott (1977), uma possibilidade de assegurar melhores resultados no âmbito da política monetária passaria pelo afastamento das influências políticas da autoridade monetária, que deveria manter baixos níveis de inflação, incentivando o deslocamento da aplicação da política monetária para uma instituição com reputação condizente à altura das expectativas dos agentes. Dessa forma, a solução se delineia no estabelecimento de um BCI. Essa instituição atuaria sem interferências políticas, promovendo uma maior eficiência no emprego dos seus instrumentos em busca das suas metas.

No âmbito da credibilidade, destaca-se a obra de Barro e Gordon (1983), ressaltando a importância do desenvolvimento da política monetária com o objetivo de promover um ambiente estável de preços, construindo a sua argumentação a partir de uma ideia da autoridade monetária como uma entidade maximizadora do bem-estar social. Posteriormente, houve um foco na questão de independência por instrumentos em detrimento da questão de metas. Isso ocorreu em virtude da aceitação do pressuposto de que a estabilidade dos preços é eminentemente o foco da autoridade monetária.

Mendonça (2000) divide as teorias favoráveis aos BCIs em três gerações. Segundo o autor, a percepção de que os BCs possuem maior credibilidade para usar políticas contrárias à inflação os torna mais aceitáveis por parte da sociedade, diminuindo os custos de estabilização monetária. Mendonça (2000, p. 106) delimita credibilidade como “o nível de confiança que os agentes econômicos depositam na exequibilidade de uma política anunciada ser implementada e ser cumprida até o fim”.

Os modelos de BCI partem do pressuposto de que as autoridades monetárias têm por objetivo diminuir a perda social. A primeira geração tem seus primórdios no trabalho de Rogoff (1985). A presidência do BC deveria ser delegada para um indivíduo com uma robusta aversão à inflação, possuindo contornos mais conservadores. Junto a isso, a influência da credibilidade na política monetária se daria por meio da liberdade de o banco estipular os seus objetivos e as ferramentas para promover a busca deles. Dessa forma, quanto maior a aversão do presidente para com a inflação, maiores serão os benefícios sociais proporcionados (MENDONÇA, 2000, 2002; OLIVEIRA, 2016).

Nos modelos de segunda geração, destaca-se o trabalho de Walsh (1995) que, por outra perspectiva, construiu um modelo no qual se faz fundamental a existência de controle das

possíveis questões inflacionárias, construídas por meio de um compromisso da autoridade monetária e das entidades governamentais. Contando com um contexto de independência operacional para tal fim e implicando em custos ou punições para a instituição caso os objetivos não sejam atingidos, existindo uma espécie de contrato. Para esse modelo, o fator conservadorismo do *central banker* não é suficiente para a resolução de um contexto inflacionário (MENDONÇA, 2000; OLIVEIRA, 2016).

Na terceira geração, o trabalho mais importante é o de Svensson (1997). O autor mesclou os modelos antigos e buscou contornar os seus limites. Houve uma síntese das principais características dos modelos anteriores, com o alinhamento em relação à perspectiva de delegação de um agente contrário à inflação com a estipulação de metas claras que, caso não cumpridas, geram empecilhos para os encarregados do BC. Através desse modelo, segundo Torrezan, Silva, Soares e Strachman (2017, p. 70), “[...] seriam reduzidos o viés inflacionário e a inconsistência temporal, dado que os agentes teriam expectativas de uma baixa variação dos níveis de preço, também pelas diretrizes que apontam para a manutenção da inflação dentro das metas pré-estabelecidas”. Contudo, empecilhos como a questão da incerteza quanto às preferências das instituições e seus dirigentes permanecem relevantes.

Em busca de uma melhor análise da independência dos BCs, estudos empíricos ganharam relevância. Ao longo das últimas décadas foram várias as propostas de construção de índices para poder mensurar a independência de BCs. As tentativas mais significativas foram elaboradas por Bade e Parkin (1985), Alesina (1989), Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991) e Cukierman, Webb e Neyapti (1992).

Nos primeiros índices, construídos nos trabalhos de Bade e Parkin (1985) e Alesina (1989), alguns pontos se destacam: a presença de funcionários governamentais nos quadros do banco, o controle da política monetária pela autoridade e a composição da diretoria em relação à influência do executivo. Posteriormente, já nos anos 1990, destaca-se o índice de mensuração construído por Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991). Os autores basearam-se em dois fatores. Primeiro, uma independência política na qual existam quesitos como o modo de definição e exigências estipuladas ao quadro da diretoria do banco, o período de mandato do conselho e propósitos alicerçados na promoção da estabilidade monetária, ou seja, a busca pela perenidade dos preços baseada nas interações entre o governo e o banco e suas responsabilidades. Em segundo, a independência econômica. Nela entra em foco a capacidade de escolha dos mecanismos de ação, o monitoramento do sistema bancário assentado nos instrumentos monetários e a possibilidade de intercâmbios de recursos, com a determinação dos empréstimos

do BC para o governo com base nas possibilidades das leis. Dessa forma, quanto mais difícil que o governo consiga empréstimos oriundos do BC, maior o grau de independência.

Cukierman, Webb e Neyapti (1992) correspondem à principal referência na mensuração da independência, de forma que o seu trabalho é o mais utilizado contemporaneamente e também corresponde a metodologia adotada pelo presente trabalho para analisar a experiência da autoridade monetária brasileira. Os autores formaram o seu estudo por meio de uma análise englobando aspectos formais e informais, construída com os dados de 72 países entre 1950 e 1989, 21 desenvolvidos e 51 em processo de desenvolvimento. Os autores construíram a investigação legal por meio da análise de dezesseis características divididas em quatro grupos, atribuindo uma escala entre zero e um. O valor 1 representa o maior grau possível de autonomia, enquanto o 0, o menor. O valor das variáveis foi definido pelos autores de acordo com a sua importância. Na eventual falta de algum dado, a consequência será a representação por meio de uma média aritmética ponderada.

As categorias se dividem de acordo com a tabela 1, levando em conta os seguintes fatores: 1) Dirigente do banco: nesse ponto entra em foco o período do mandatário e a influência do poder executivo na definição ou demissão do presidente da instituição. Uma maior independência implica em maiores mandatos e menor interferência externa. 2) Política monetária: basicamente, o poder da instituição na formulação de políticas e a efetividade da defesa contra tentativas de interferência externa, como do executivo. 3) Objetivos: um BCI nessa categoria é sinônimo de uma instituição que possui a meta de busca pela estabilidade dos preços. 4) Empréstimos: um alto índice de independência está relacionado com condicionantes rígidos aos empréstimos ao setor público, impondo limites e prazos ao governo (CUKIERMAN; WEBB; NEYAPTI, 1992).

Tabela 1 - Variáveis Para Independência Legal do Banco Central

Nº da Variável	Descrição das Variáveis	Peso	Código Numérico
1	Presidente Executivo (CEO):	0.20	
	a. Tempo de mandato do presidente do BC		
	Mais de 8 anos		1.00
	6 a 8 anos		0.75
	5 anos		0.50
	4 anos		0.25
	Menos de 4 anos ou à critério de quem o nomeia		0.00
	b. Quem indica ou elege o presidente?		
	Conselho do BC		1.00
	Conselho do BC, poder executivo e legislativo		0.75
	Legislação		0.5
	Conselho Executivo (ex. Conselho de Ministros)		0.25
	Um ou dois membros do Conselho Executivo		0.00
c. Demissão:			

Nº da Variável	Descrição das Variáveis	Peso	Código Numérico
	Não existe a previsão para demissão		1.00
	Apenas por razões não relacionadas com a política		0.83
	Sob a decisão do conselho do BC		0.67
	Decreto do Legislativo		0.50
	Possibilidade de demissão pelo poder legislativo		0.33
	Decreto do executivo		0.17
	Possibilidade de demissão pelo poder executivo		0.00
	d. O presidente do BC pode realizar outras atividades no governo?		
	Não		1.00
	Somente com a permissão do poder executivo		0.50
	Não existem regras quanto a realização de outras atividades pelo presidente do BC		0.00
2	Formulação de políticas:	0.15	
	a. Quem formula a Política Monetária?		
	Somente o Banco Central		1.00
	O Banco Central participa, mas tem uma pequena influência		0.67
	O BC só aconselha o governo		0.33
	Banco Central não opina		0.00
	b. De quem é a palavra final caso haja alguma divergência de opinião?		
	O BC, em questões claramente definidas na lei		1.00
	O governo, quando questões não estiverem claramente definidas ou em caso de conflito dentro do BC		0.80
	Conselho do BC, conselho do poder executivo e conselho do poder legislativo		0.60
	A legislação em questões políticas		0.40
	O executivo sobre questões de política, sujeito ao devido processo e possível protesto do BC		0.20
	O poder executivo tem prioridade incondicional		0.00
	c. Qual seu papel no processo orçamentário do governo?		
	Há participação do BC		1.00
	O BC não possui Influência		0.00
3	Objetivos	0.15	
	A estabilidade de preços é o objetivo principal ou o único objetivo e o BC tem a palavra final em caso de conflito de objetivos com o governo		1.00
	Estabilidade de preços é o único objetivo		0.80
	Estabilidade de preços é uma meta, com outros objetivos compatíveis, como um sistema bancário estável		0.60
	Estabilidade de preços é um objetivo, com objetivos potencialmente conflitantes, como pleno emprego		0.40
	Sem objetivos explícitos		0.20
	Estabilidade de preços não está entre os objetivos anunciados pelo BC		0.00
4	Limitações para a concessões de empréstimos para o governo		
	a. Limitações de empréstimos não securitizados:	0.15	
	Não há permissão		1.00
	Permitido, mas com limites estritos (até 15% das receitas do governo, por exemplo)		0.67
	Permitidos e os limites estão soltos (mais de 15 por cento das receitas do governo, por exemplo)		0.33
	Não há limites legais sobre os empréstimos		0.00
	b. Crédito Titulizado	0.10	
	Não permitido		1.00
	Permitido, mas com limites estritos		0.67
	Permitido, mas os limites estão soltos		0.33
	Não há limites legais sobre os empréstimos		0.00

Nº da Variável	Descrição das Variáveis	Peso	Código Numérico
c.	Termos de Empréstimo (Maturidade, juros e montante)	0.10	
	Controlado pelo BC		1.00
	Especificados pelo conselho do BC		0.67
	Acordados entre BC e poder executivo		0.33
d.	Decidido somente pelo poder executivo	0.05	0.00
	Potenciais mutuários do BC		
	Apenas o governo central		1.00
	Todos os níveis do governo (bem como o governo central)		0.67
e.	As mencionadas acima e as empresas públicas	0.025	0.33
	Setor público e privado		0.00
	Os limites de empréstimo pelo BC são definidos por:		
	Valores Monetários		1.00
f.	Títulos de passivos do BC ou de capital	0.025	0.67
	Ações da receita do governo		0.33
	Ações de despesa do governo		0.00
	Maturidade dos Empréstimos		
g.	Dentro de 6 meses	0.025	1.00
	Dentro de 1 ano		0.67
	Mais que 1 ano		0.33
	Nenhuma menção de maturidade na lei		0.00
h.	As taxas de Juros dos empréstimos devem ser:	0.025	
	Acima de taxas mínimas		1.00
	Em taxas de Mercado		0.75
	Abaixo das taxas máximas		0.50
h.	Taxas de juros não são mencionadas	0.025	0.25
	Não há interesse do governo por empréstimos do BC		0.00
	O BC é proibido de vender títulos públicos no mercado primário?		
	Sim		1.00
	Não		0.00

Fonte: Cukierman, Webb e Neyapti (1992, p. 358).

Simultaneamente, Cukierman, Webb e Neyapti (1992) construíram outro índice, apresentado na tabela 2, com o objetivo de capturar possíveis distorções ou questões que fogem aos aspectos legais. Delineando-se assim o Índice *Turnover*. Nele a atenção se volta para a rotatividade dos presidentes do BC em relação a um período de tempo especificado. Dessa forma, quanto maior a rotatividade em um menor período de tempo, menor a independência do banco. Porém, nesse ponto se faz necessário certo cuidado, pois um presidente do BC pode se manter por um período considerável de forma submissa às premissas governamentais, não representando um nível considerável de independência. Além disso, outro ponto importante são os regimes de leis que condicionam a ação do BC, delineando os seus objetivos e limites na condução da política monetária por parte do executivo. Pode existir um distanciamento entre a prática e as regras estatutárias. Junto a isso, por meio da tabela 2, eles também buscaram trazer a opinião de atores ligados aos BC, utilizando-a como um questionário, buscando a opinião de eminentes conhecedores das políticas monetárias almejando concentrar informações sobre a atuação prática do banco (CUKIERMAN, WEBB, NEYAPTI; 1992).

Tabela 2 - Índice de Rotatividade dos presidentes

Nº da Variável	Descrição das Variáveis	Peso	Código Numérico
1	A posse do presidente do BC é sobreposta com a de autoridades políticas?	0.10	
	Pouca sobreposição		1.00
	Alguma sobreposição		0.50
2	Substancial sobreposição	0.20	0.00
	Há limitações a concessão de empréstimos na prática?		
	Justas		1.00
	Moderadamente apertada		0.66
3	Moderadamente frouxas	0.10	0.33
	Frouxas ou inexistentes		0.00
	Resolução de Conflitos:		
	Em alguns casos claros, ficam em favor do BC		1.00
4	Resolução em favor do governo em todos os casos	0.10	0.00
	Todos os outros casos		0.50
	Independência Financeira:		
	a. Determinação do Orçamento do BC:		
	É determinado pelo BC em sua maioria		1.00
	Determinado pelo BC, executivo e legislativo		0.50
	Determinado apenas pelo executivo ou legislativo		0.00
b. Determinação dos salários do alto escalão do BC e distribuição dos lucros:			
Determinado pelo BC ou fixado por lei	1.00		
Determinado pelo BC, executivo e legislativo	0.50		
Determinado apenas pelo executivo ou legislativo	0.00		
5	Intermediação de objetivos políticos:	0.15	
	a. Metas quantitativas de estoque monetário:		
	Existem tais metas; grande adesão		1.00
	Existem tais metas; adesão mista		0.66
	Existem tais metas; baixa adesão		0.33
	Não existem tais metas		0.00
	b. Metas formais ou informais para taxa de juros:		
Não	1.00		
Sim	0.00		
6	Real prioridade à estabilidade de preços:	0.15	
	Primeira prioridade		1.00
	Primeira prioridade atribuída a uma taxa de câmbio fixa		0.66
	Preços ou a estabilidade da taxa de câmbio estão entre os objetivos do BC, mas não são a primeira prioridade		0.33
	Nenhuma menção aos objetivos de preços e à taxa de câmbio		0.00
7	Funciona como Banco de Desenvolvimento, fornecendo crédito com taxas de subsídio:	0.20	
	Não		1.00
	Até certo ponto		0.66
	Sim		0.33
	O BC está fortemente envolvido na concessão de créditos subsidiados		0.00

Fonte: Cukierman, Webb e Neyapti (1992, p. 366)

Cukierman, Webb e Neyapti (1992) verificaram a existência uma relação negativa entre o nível de independência da autoridade monetária e a inflação nos países desenvolvidos. Esse ponto, vai ao encontro da argumentação da Escola Novo-Clássica, no qual a busca pela manutenção dos níveis gerais de preços deve ser o foco da autoridade monetária nacional, somando-se com outros fatores para a promoção de ambientes econômicos mais estáveis.

2.4 CONFLITOS TEÓRICOS, A CRÍTICA PÓS-KEYNESIANA

A Escola Pós-Keynesiana buscou retomar as concepções desenvolvidas por John Maynard Keynes na teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, em 1936, efetuando o resgate de ideias tidas como mal interpretadas. Por meio do arcabouço keynesiano, a Escola se consolidou como uma perspectiva teórica antagônica à visão dos clássicos.

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 (FREITAS, 2006, p. 277).

A procura dos agentes econômicos por riquezas é o eixo central que movimenta a economia capitalista, de forma que o fator condicionante da aplicação de recursos é a perspectiva de lucro que, por sua vez, não é certa. Junto a isso, soma-se a irreversibilidade temporal e a não existência de informações completas.

A moeda é a expressão máxima da liquidez, desempenhando os papéis de reserva de valor, unidade de medida, além de meio de troca. Ela não é neutra, tendo impactos nas variáveis reais da economia ao permear e persuadir a tomada de decisão por parte dos atores econômicos, manipulando-os e sendo manipulada por eles. Na visão pós-keynesiana, a política monetária ganha relevância em virtude das configurações financeiras e monetárias impactarem o desenvolvimento e a estabilidade econômica, uma vez que os agregados nominais e reais da economia são diretamente afetados por ela, ou seja, não se verifica a neutralidade da moeda, uma vez que a estipulação da política monetária pode influenciar a demanda agregada, interferindo nos níveis de emprego e renda (CARVALHO, 2005).

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 (FREITAS, 2006, p. 280).

Dentro desse contexto se dá o debate pós-keynesiano, adicionando a questão da incerteza. Os atores econômicos priorizam os seus objetivos, sendo preferível, às vezes, o

entesouramento, que representa a liquidez máxima, à posse de ativos com menor possibilidade de movimento, mas com maiores rendimentos e riscos superiores, mesmo com a plena noção de que a moeda não tem rendimento próprio. Isso impacta a demanda efetiva e o desemprego, pois a procura pela riqueza condiciona a melhor aplicação dos recursos, fazendo com que, usualmente, os interesses e as decisões dos agentes sejam imprevisíveis. Dessa forma não é possível estabelecer previsões sobre futuros desdobramentos sendo, como ressaltam Brazil e Vargas (2017, p. 195), a moeda e os arranjos institucionais financeiros e monetários são condicionantes chaves do processo de desenvolvimento e instabilidade econômica.

Uma importante ideia do pensamento keynesiano se delineia por meio do exame das consequências da incerteza não probabilística no que tange às ações e decisões dos agentes econômicos, principalmente ao longo do desenvolvimento do processo de acumulação de riqueza. Dentro de um cenário de incertezas, os agentes contam apenas com as suas expectativas para pressupor possíveis acontecimentos, de forma que a preferência pela liquidez ganha relevância ao marcar um comportamento defensivo. Em virtude da liquidez assegurada pela moeda, os agentes podem optar por conservá-la em suas carteiras com o objetivo de mitigar algum acontecimento inesperado ou empecilho (OREIRO, 2011, p. 288). Dessa maneira, a moeda substitui outros ativos, esboçando a mudança dos ativos menos líquidos para os mais líquidos. Ela conta com a possibilidade de interferir no processo de acumulação de riqueza e, assim, ela não é neutra no curto nem no longo prazo.

Segundo José Luis Oreiro (2011, p. 289), “[...] a visão de mundo de Keynes estaria resumida no conceito de economia monetária de produção, o qual foi introduzido pela primeira vez pelo próprio Keynes num artigo publicado em um periódico alemão, em 1933”. Nesse ponto, destacam-se alguns princípios teóricos, vistos como o núcleo do programa de pesquisa pós-keynesiano, adotando uma postura ao encontro das formulações de Lakatos (1978⁵ *apud* OREIRO, 2011, p. 291). Notadamente, salienta-se a noção do princípio de produção no qual as decisões de produção são definidas por firmas buscando a obtenção de lucros com foco no acúmulo de dinheiro, não importando a criação de utilidade para os seus acionistas. Além disso, realça-se o princípio da estratégia dominante marcada pela não conformidade no que diz respeito à possibilidade da tomada de decisão dos agentes econômicos (OREIRO, 2011).

Para Keynes e pós-keynesianos, são as firmas que tomam as decisões fundamentais numa economia capitalista: tanto o nível de emprego como o nível de poupança dependem das decisões das firmas de produzir e investir. Tanto os poupadores como

⁵ LAKATOS, I. The methodology of scientific research programmes. In: WORRAL, J.; CURRIE. **Philosophical papers**. Cambridge: Cambridge Univ., 1978.

os trabalhadores adaptam-se às decisões tomadas pelas firmas, mesmo quando não percebem essa adaptação. Essa assimetria, por sua vez, baseia-se na ideia de que a distribuição dos recursos produtivos é desigual entre os agentes. O capital é escasso relativamente ao trabalho, e, embora a capacidade de trabalho seja possuída por todos, o controle dos meios de produção não está igualmente disponível (OREIRO, 2011, p. 291).

Junto a isso, soma-se o princípio da temporariedade dos processos econômicos, ou seja, as firmas têm que definir suas produções com base nas expectativas futuras da demanda, de forma a alocar bens, como insumos, antes da venda dos seus produtos no mercado. Outro princípio é o da não ergodicidade, fator que promove a incerteza no movimento de tomada de decisão. Similarmente, o princípio da coordenação impossibilita a organização central dos projetos por parte dos agentes de maneira coordenada, ou seja:

A coordenação é obtida *ex post facto*, através da revelação para o mercado daquelas decisões que estavam certas e daquelas que estavam erradas. As decisões erradas irão impor perdas para os agentes que tomaram as mesmas. Nesse contexto, os tomadores de decisão irão adotar comportamentos e desenvolver instituições que reduzam a incerteza e os efeitos de tais erros. Dentre essas instituições, destaca-se o sistema de contratos em moeda (OREIRO, 2011, p. 292).

As críticas em relação à independência do BC podem ser divididas em três grupos. Em primeiro lugar, as contrárias aos pressupostos teóricos. Em segundo, a crítica quanto ao conceito de independência e autonomia. Por último, ao conceito de credibilidade.

A política monetária, nesse contexto, tem a possibilidade de modificar a rentabilidade e condicionar a ação dos capitalistas, que podem optar por ativos financeiros em detrimento da geração de empregos por outros meios. Além disso, faz-se necessário atentar para a inflação como um processo puramente monetário; algumas matrizes teóricas percebem esse fenômeno como proveniente do conflito distributivo do excedente gerado dentro da sociedade (CROCCO; JAYME; 2003).

Em relação ao ponto de vista da credibilidade, Crocco e Jayme (2003) se referem à presumida credibilidade que tais políticas, a favor do BCI, poderiam gerar para a instituição, facilitando o combate inflacionário. Os autores colocam a credibilidade como condição e resultado da política monetária, ou seja, um ciclo:

Uma política para ter credibilidade deve atingir seus objetivos. No entanto, segundo os adeptos do Banco Central Independente, para atingir seus objetivos a autoridade monetária deve possuir credibilidade. Ou seja, credibilidade é condição e resultado de uma política monetária. Em sociedades dominadas por uma concepção de política econômica (qualquer que seja ela), esta circularidade impõe um caráter extremamente antidemocrático à condução da economia (CROCCO; JAYME; 2003, p. 13).

Tais argumentos conduzem para uma percepção de que a tentativa de implementar outras políticas monetárias, que não as *mainstream*, encontrarão adversidades consideráveis. Isso ocasionará a constituição, por vezes, do que Crocco e Jayme (2003) descrevem como um falso consenso.

Por sua vez, Carvalho (1995) destaca que o centro dinâmico de desenvolvimento da economia são as forças reais e não as monetárias. Além disso, o autor criticou o ponto de vista de que alguém possa atribuir ao BC um objetivo específico, neste caso a busca pela estabilidade do poder de compra da moeda, por meios quantitativos. Para ele, esse é o ponto mais fraco e mostra uma abordagem limitada para com o papel da instituição. Simultaneamente, Carvalho (1995) ressalta o elementar papel da história ao buscar construir um entendimento do modo como ocorreu o desenvolvimento dos BCs. Essas instituições não nasceram com uma função intrínseca de controle do nível de preços, esta atribuição foi delegada paulatinamente, a partir de meados da década de 1940. Além disso, o autor também critica a tentativa de mensuração do grau de independência de um determinado BC. Para ele, mesmo que um banco seja considerado independente, de acordo com os mais variados índices, ainda seria um desafio garantir a independência da instituição em virtude de possíveis arranjos informais entre o BC e o governo (CARVALHO, 1995).

Dessa forma, aos pós-keynesianos se faz necessária alguma limitação da independência do BC. A política monetária deve ser coordenada com outras iniciativas econômicas governamentais com o objetivo de maximizar o sucesso macroeconômico, evitando sempre onerar a sociedade com custos desnecessários. Frente a isso, o enfoque central não deve ser apenas a questão da estabilidade dos preços, mas sim um agregado de variadas políticas, que devem ser organizadas de forma estratégica para o sucesso de uma política econômica. Além disso, a política monetária desempenha um papel eminente dentro de uma economia com as oscilações do montante de moeda, impactando nos demais ativos, uma vez que influenciam a riqueza dos agentes. Isso leva a transformações nas decisões de produção e investimento por parte dos empresários, interferindo tanto o curto como o longo prazo (TORREZAN; SILVA; SOARES; STRACHMAN, 2017). O objetivo da política monetária consiste em possibilitar o pleno emprego, a estabilidade e sustentabilidade da questão orçamentária, inflacionária e da balança de pagamentos dentro de uma economia (CARVALHO, 1996).

3 O DILEMA CONTIDO NA DELEGAÇÃO DE PODER AOS BANCOS CENTRAIS

O processo de delegação de um maior nível de independência a um BC é uma decisão condicionada por questões políticas, de forma que tal movimento imputa aos políticos um decréscimo do seu poder de decisão. O objetivo deste capítulo é demonstrar que fatores internacionais, além dos internos, também são importantes para a tomada de decisão em favor da adoção de Bancos Centrais Independentes (BCI).

A primeira parte deste capítulo busca analisar a tomada de decisão em prol dos BCIs, com o objetivo de responder quais são os fatores que catalisam essa dinâmica e quais as suas consequências para o ambiente político. O propósito consiste em analisar a tomada de decisão por parte dos atores políticos e o dilema que está intrinsecamente relacionado para com tal movimento. Além disso, busca-se averiguar as atribuições da tecnocracia dentro deste panorama.

Simultaneamente, pretende-se construir uma análise a respeito dos condicionantes internacionais que influenciam o comportamento dos atores políticos, com uma atenção especial para a questão da credibilidade e atração de investimentos internacionais. Além disso, outro objetivo consiste em explorar a participação e interferência dos organismos internacionais, nesse caso o foco será o Fundo Monetário Internacional (FMI).

3.1 A LÓGICA SOCIOLÓGICA DA DELEGAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

Ao longo do final do século XX, período marcado por um considerável aumento no número de BCIs na América Latina, verificou-se uma modificação na conduta dos Estados. Ao se abster das suas atribuições como regulador em prol de instituições mais independentes, houve a mudança, segundo Majone (1994⁶ *apud* BELARMINO, 2015, p. 12), de um Estado interventor para um regulador, com um demasiado foco nas políticas almejando a regulamentação dos mercados, em detrimento das políticas de redistribuição de riquezas e de estabilidade macroeconômica. Para o autor, o ponto chave dessa mudança em benefício das instituições com menor grau de interferência política e com estruturas menos democráticas, consiste na busca de vantagens atreladas a uma maior credibilidade por parte dos políticos para as suas administrações. Por meio da delegação para uma entidade autônoma, os agentes

⁶ MAJONE, Giandomenico. The rise of the regulatory state in Europe. *West European Politics*, v. 17, n. 3, p. 77-101, 1994.

políticos têm por objetivo possibilitar a aplicação das medidas consideradas ótimas de acordo com diferentes conjunturas.

A lógica de delegar uma maior independência para a autoridade monetária apresenta um dilema: ao realizar esse movimento, os políticos optam por diminuir o seu próprio poder no que tange à utilização da política monetária de acordo com os seus interesses, blindando a instituição de influências políticas. Ao garantir um BCI, o governante não pode garantir que a instituição estará de acordo com o seu projeto econômico, de forma que possam existir decisões antagônicas, além da possibilidade de oposição às preferências governamentais sem nenhuma consequência futura (BELARMINO, 2015). Mas então, por qual motivo as lideranças políticas delegam uma maior independência para a autoridade monetária nacional?

Para responder tal pergunta, McNamara (2002, p. 48) utilizou a teoria do agente-principal, de maneira lógica e instrumental no momento em que é alocada dentro de um cenário cultural e histórico próprio que reconheça a delegação. Nesse contexto, insere-se a visão neoliberal, nos moldes dos ideais advindos do Consenso de Washington, incentivando os governos a tomarem a decisão a favor da delegação em virtude de características simbólicas e legitimadoras, fatores importantes nos períodos de incertezas e crises. Para McNamara (2002, p. 49): “[...] while central bank independence may be a highly legitimate organisational form in terms of the contemporary ideology of neoliberalism, it can have troubling implications for democratic legitimacy and accountability”⁷, ou seja, a modificação institucional em direção a um BCI marca uma certa proteção da política monetária de alguns aspectos do partidarismo e da democracia, consolidando um determinado conjunto de grupos com ideias e posições políticas em detrimento de outras. De maneira que ao buscar isolar a política monetária com o objetivo de protegê-la de problemas políticos, o que ocorre, todavia, é o favorecimento de determinados grupos da sociedade.

Dessa forma, dentro de um cenário cultural nacional e transnacional de primazia das políticas econômicas neoliberais, a atribuição de um maior nível de independência aos BCs visando o controle do nível dos preços se caracteriza como uma tática racional. Isso ocorre devido aos possíveis ganhos de uma configuração organizacional em relação às demais dentro de um ambiente específico.

[...] the choice of organisational form is linked to social processes that legitimate certain types of institutional choices as superior to others. Governments choose to

⁷ Tradução nossa: “[...] enquanto a independência do banco central possa ser uma forma organizacional altamente legítima em termos da ideologia contemporânea do neoliberalismo, pode ter implicações preocupantes para a legitimidade democrática e a responsabilização”.

delegate monetary policy to independent central banks because it is instrumentally rational given a particular cultural environment, one that rewards this organisational form. In this sociological perspective, it is the symbolic properties of central bank independence that carry substantial weight in explaining policy diffusion, rather than the expressed functional properties of delegation⁸ (MCNAMARA, 2002, p. 59).

Dentro desse contexto, as demandas funcionais locais muitas vezes não são as fontes de uma determinada configuração organizacional, sendo os projetos alocados de acordo com outras conjunturas exógenas para, depois, serem empregados localmente (SCOTT; MEYER, 1994⁹, *apud* MCNAMARA, 2002). O emprego e disseminação de determinadas estruturas organizacionais ocorre também em virtude da busca por legitimidade dentro dos arranjos institucionais vigentes.

In the sociological institutional perspective, the causal mechanisms driving the adoption of an organisational form, such as central bank independence, work through constitutive or phenomenological aspects and are socially constructed in conjunction with material circumstances. For example, markets themselves do not speak: the ‘signals’ that they send about standards of appropriateness occur through the evaluations and judgements of specific social actors operating within a dense cultural environment that shapes their interpretation of market signals. Credibility, the keystone of the central bank independence framework, is a perceptual variable, and thus constituted by social processes. The sociological perspective contextualises this process so as to illuminate the interplay between particular functional or material pressures, the subsequent interpretation of these pressures by actors, and the consequent creation of shared perceptions about those pressures and how to solve them. The view that central bank independence is a necessary component of good governance did not magically fall from the heavens, but rather was created. This process of social construction, for these theorists, permeates the creation and diffusion of organisational forms¹⁰ (MCNAMARA, 2002, p. 61).

⁸ Tradução nossa: “[...] a escolha da forma organizacional está ligada a processos sociais que legitimam certos tipos de escolhas institucionais como superiores a outras. Os governos optam por delegar a política monetária para BCI porque é instrumentalmente racional, dado um ambiente cultural específico, que recompensa essa forma organizacional. Nessa perspectiva sociológica, são as propriedades simbólicas da independência do BC que exercem um peso substancial na explicação da difusão dessas políticas, em vez das propriedades funcionais expressadas pela delegação.”

⁹ R.W. Scott, J. Meyer and associates, **Institutional Environments and Organizations: Structural Complexity and Individualism** (Thousand Oaks, CA: Sage 1994).

¹⁰ Tradução nossa: “Na perspectiva institucional sociológica, os mecanismos causais que impulsionam a adoção de uma forma organizacional, como a independência do BC, trabalham com aspectos constitutivos ou da fenomenologia e são socialmente construídos em conjunto com as circunstâncias materiais. Por exemplo, os próprios mercados não falam: os “sinais” que eles enviam sobre os padrões de adequação ocorrem por meio de avaliações e julgamentos de atores sociais específicos que operam em um ambiente cultural denso que molda sua interpretação dos sinais do mercado. A credibilidade, a pedra angular da estrutura de independência do BC, é uma variável perceptiva e, portanto, constituída por processos sociais. A perspectiva sociológica contextualiza esse processo, a fim de iluminar a interação entre pressões materiais ou as funções particulares, a interpretação subsequente dessas pressões pelos atores e a consequente criação de percepções compartilhadas sobre essas pressões e como resolvê-las. A visão de que a independência do BC é um componente necessário da boa governança não caiu magicamente do céu, mas foi criado. Esse processo de construção social, para esses teóricos, permeia a criação e difusão de formas organizacionais”.

A fim de instigar a noção de delegação no âmbito da política monetária, o autor vinculou a delegação com consequências políticas distributivas e com o processo dentro de um contexto coercitivo e normativo de isomorfismo institucional com questões importantes de legitimidade no que tange à configuração dessa governança, junto do aspecto democrático da cessão de poder para essas instituições (MCNAMARA, 2002). A disseminação de modelos considerados como bem-sucedidos, mesmo com alguns empecilhos ou distanciamento de necessidades funcionais, incentiva o isomorfismo institucional, ou seja, uma proximidade muito grande na configuração organizacional dos agentes inseridos dentro de um cenário de interação social, incentivando um processo de difusão social de um determinado modelo organizacional.

Os Estados membros da União Europeia ilustram tal ideia por meio do Tratado de Maastricht. Ele marcou um passo importante em direção à integração europeia, com consequências para o deslocamento de capitais e com mudanças institucionais e jurídicas para as autoridades monetárias dos países da região, incremento a sua independência. Isso ocorreu em razão de uma série de requisitos impostos aos países com interesse na adesão à União Europeia. Dessa forma, percebe-se que o ambiente social pode impulsionar um BCI como uma prática desejável mesmo que não seja a mais adequada para um determinado contexto, impondo variados desafios para as elites políticas no exercício do poder. Ao introduzir a ideia a favor de um BCI ocorre a legitimação de um novo regime por meio da transmissão aos aliados, investidores e instituições internacionais da noção de que o governo está de acordo com as estipulações da economia política global.

Em virtude de as explicações mais tradicionais acerca da delegação no âmbito da política monetária possuírem limitações, Karine Belarmino (2015, p. 92) sugere uma agenda de pesquisa com o objetivo de elucidar as lógicas sociais e políticas inseridas dentro no processo de delegação de poder aos BCIs. A autora pesquisou os elementos relevantes para a tomada de decisão em direção ao aumento do nível de independência e autonomia das autoridades monetárias na América Latina, onde as economias são mais dependentes de influxos de moedas estrangeiras, uma vez que a exportação de *commodities* é uma importante variável da economia, procurando entender os motivos que condicionam os agentes políticos a delegar o controle sobre a política monetária. Belarmino chegou à conclusão que os governos em países com economias mais dependentes dos influxos de dólar tendem a transferir o controle da política monetária nos momentos em que ocorrem escassez de divisas (BELARMINO, 2015).

A grande disseminação dos BCs mais autônomos durante os anos 1990 foi marcada também por grandes alterações nas leis que regiam a ação dessas instituições, de forma a possibilitar uma maior margem de manobra na formulação de políticas monetárias,

incrementando o grau de independência e estipulando como foco a estabilidade do nível de preços. Para Belarmino (2015), o argumento de que os BCIs estabelecem uma relação negativa para com a inflação, colaborando para o controle de conjunturas inflacionárias não se verifica, de forma que tal argumento não pode ser usado para assinalar a considerável adoção de tais instituições nos 17 países latino americanos presidencialistas¹¹ que correspondem a sua análise, chegando à seguinte conclusão:

[...] os presidentes latino-americanos, independentemente de sua filiação ideológica, optaram por conceder autonomia *de jure* aos bancos centrais como forma de sinalizar confiança para a comunidade financeira internacional. Entretanto, para presidentes localizados mais à esquerda no espectro ideológico, essa decisão de delegação do poder sobre a política monetária ocorria, sobretudo em momentos de ocorrência de crises geradas pelo não pagamento da dívida externa, por problemas na estruturação e de liquidez dos sistemas bancários e pela diminuição ou crescimento insuficiente do influxo de divisas (BELARMINO, 2015, p. 93)

Com um BCI, novos desafios se inserem dentro do jogo do poder político. A liberdade conferida para a instituição pode trazer consequências para um determinado governo, mesmo que ele não seja o responsável pela formulação da política monetária, como a responsabilização por parte do eleitorado por problemas advindos de empecilhos de gestão. Isso ocorre, como aponta Peter Howells (2009), em virtude da dificuldade do eleitorado em realizar a divisão de atribuições entre a instituição responsável pela administração da política monetária e o gerenciamento da economia de um modo geral. Para o autor, em uma sociedade democrática, os interesses coletivos devem guiar a realização e a formulação dos objetivos políticos, de forma que essa função não deve ser exercida por funcionários públicos que não participaram de um processo eleitoral.

Dessa forma, um outro ponto essencial do conceito de independência dos bancos centrais concerne à questão sobre de quem ele será livre. Uma vez que, ao se tornarem independentes do governo, supõe-se que seus dirigentes, responsáveis por conduzir a política monetária, serão também livres do julgamento do eleitorado que, por sua vez, se verá aliado do poder de punir ou premiar a condução da política monetária com a mudança ou a manutenção de uma determinada liderança, podendo punir quem não mais possui controle sobre a questão (BELARMINO, 2015, p. 15).

Simultaneamente, o cenário internacional de coerção a favor dos BCIs, que se intensificou com a globalização, ocorre em detrimento do caráter das escolhas democráticas.

¹¹ Argentina (1980-1992; 2010-2012), Bolívia (1980-1996; 2009-2012), Brasil (1980-2012), Chile (1980-1989), Colômbia (1980-1993), Costa Rica (1980-2012), Equador (1980-1998; 2009-2012), El Salvador (1980-1991), Guatemala (1980-2002), Honduras (1980-1996), México (1980-1994), Nicarágua (1980-1999), Paraguai (1980-1995), Peru (1980-1993), República Dominicana (1980-2002), Uruguai (1980-1995) e Venezuela (1980-1993; 2009-2012).

De maneira que se verifica a desvalorização do poder de decisão dos cidadãos sobre assuntos relevantes da pauta econômica, impactando na configuração e objetivos das instituições formuladoras de políticas econômicas. Ao ceder poder a um conjunto de tecnocratas não eleitos, os agentes políticos delineiam as discrepâncias ao qual diferentes assuntos estão submetidos nas sociedades, podendo favorecer o desenvolvimento de uma construção social e política na qual alguns agentes estão além do âmbito de um acompanhamento democrático (HOWELLS, 2009; POLILLO; GUILLÉN, 2005, p. 1794). Dessa forma, a grande influência dos condicionantes internacionais sobre as modificações na formulação de política doméstica infringe muitos questionamentos sobre os modelos e procedimentos democráticos.

Usualmente, a concessão de independência aos BCs conta com um suporte jurídico auxiliando os objetivos e práticas a serem perseguidos de forma definitiva ou por um período delimitado de tempo, de maneira a manter um certo teor democrático. Os objetivos são construídos por meio da escolha popular com os seus representantes eleitos, fator que pode, por sua vez, impedir a busca pelo controle do nível de preços caso exista um viés inflacionário em busca de tentativas de reeleição. Dessa forma, faz-se necessário harmonizar as reivindicações da sociedade e as ações oportunistas por parte dos políticos em um horizonte temporal curto (HOWELLS, 2009).

Junto a isso, somam-se as possíveis influências dos grupos de interesse na estrutura dos BCIs, notadamente, a do setor financeiro. Segundo Posen (1993), esses grupos buscam no *lobby* uma forma de impactar na formulação das políticas econômicas de forma a promover os seus interesses. Simultaneamente, os agentes políticos podem buscar se eximir da responsabilidade por alguma política monetária impopular. Além disso, um BCI pode ser empregado também como uma consequência do processo de perda de poder por parte de um ator político, objetivando imputar barreiras para os próximos gestores políticos (MAXFIELD, 1998).

Dentro desse cenário, o processo de delegação transfere para a tecnocracia uma grande relevância no desenvolvimento da vida econômica de uma nação, ganhando ainda maior destaque ao mesclar questões como modernização, pluralismo, delegação e confiança. O seu protagonismo foi impulsionado pela visão de que a abordagem técnica, em detrimento da política, somada com a instrução e experiência, possibilitam melhores condições para enfrentar e solucionar possíveis empecilhos, assinalando um processo de ascensão ao poder que se deu a partir do avanço dos governos militares na América Latina e se intensificou nos anos 1990, com a difusão das ideias neoliberais em diversos governos eleitos, possuindo as mais variadas plataformas e estruturas políticas (SCHNEIDER, 1998).

O avanço da burocracia neoliberal na América Latina foi influenciado pelas crises de investimento que a região vivenciou. Contudo, as crises não levam automaticamente a constituição de tecnocracias, nem que a sua configuração repare a questão da credibilidade perante aos investidores, o processo é instigado por uma série de fatores. O sucesso da ascensão da tecnocracia neoliberal se relaciona com a busca, por parte dos políticos, de esboçar as suas pretensões governamentais em prol do equilíbrio fiscal e o esforço em busca da conquista de confiança dos investidores. Nesse ponto, percebe-se uma consonância nas opiniões entre os tecnocratas e as instituições internacionais, além dos grandes investidores, esboçando a percepção de que a delegação por parte dos políticos em favor aos tecnocratas também é condicionada por influências externas (SCHNEIDER, 1998).

Ainda, a experiência é um ponto chave para compreender o processo de acúmulo e exercício de poder, pois ela se soma com o constante aumento da complexidade das atividades executadas tanto no âmbito econômico quanto social. Além disso, destaca-se o papel da coletividade e da ideologia compartilhada, exemplificada na educação dos eminentes funcionários em instituições estrangeiras, comumente norte-americanas, de forma a incentivar o desenvolvimento do processo de socialização e aculturação responsável por visões e interpretações sobre a operação da economia (MCNAMARA, 2002; SCHNEIDER, 1998). Além disso, ocorre também a identificação da tecnocracia como uma classe social que estava em busca de poder:

In essence technical university training becomes a potential basis for social identity and thus displaces others such as class, region, or ethnicity. This perspective is endogenous and pluralist in that it defines technocrats as a distinct social group which organizes on the basis of its common interests vis-a-vis other groups and then competes with them for power and privilege. Moreover, aspiring technocrats have advantages over other social groups in that they have specialized expertise and, at least for some influential scholars, have a propensity to resort to non-democratic methods to further their interests¹² (SCHNEIDER, 1998, p. 80).

Além disso, outro ponto que favorece a concentração de poder em favor dos tecnocratas é delineado pelo isolamento institucional, baseado na acentuação de características weberianas da burocracia como uma maior meritocracia em recrutamentos e promoções. Segundo

¹² Tradução nossa: “Em essência, o treinamento técnico nas universidades se torna uma base potencial para a identidade social e, portanto, modifica outros, como classe, região ou etnia. Essa perspectiva é endógena e pluralista, na medida em que define os tecnocratas como um grupo social distinto que se organiza com base em seus interesses comuns em relação a outros grupos e depois compete com eles por poder e privilégio. Além disso, os aspirantes a tecnocratas têm vantagens sobre outros grupos sociais, pois possuem conhecimentos especializados e, pelo menos para alguns estudiosos influentes, têm propensão a recorrer a métodos não democráticos para promover seus interesses”.

Schneider (1998), isso colabora para diminuir as incertezas que permeiam alguns grupos de interesse, favorecendo-os.

Para Posen (1993), a questão da autonomia ou independência não é necessariamente uma casualidade, de forma que uma determinada configuração institucional, junto das suas metas e objetivos, terá o seu sucesso condicionado pelo apoio do público de uma forma ampla. Com a adoção de um BCI existe a possibilidade de maior interferência de grupos de interesse na formulação das diretrizes da instituição. A busca por baixos níveis de inflação pela instituição vai ao encontro das preferências do setor financeiro privado, um dos responsáveis pela visão de que baixos níveis inflacionários são as melhores possibilidades para a sociedade, uma vez que a inflação imputa empecilhos para os bancos comerciais, pois grandes mudanças inflacionárias tornam os bancos vulneráveis, uma vez que eles tomam emprestado no curto prazo e emprestam a longo-prazo. Assim, para Posen (1993), existe uma relação direta entre a possibilidade de *lobby* dos agentes financeiros nacionais e a relevância da busca pela estabilidade do nível de preços por parte da autoridade monetária. Além disso, outro fator importante diz respeito à transparência da instituição, auxiliando um maior acompanhamento por parte da sociedade.

Dessa forma, percebe-se, basicamente, que a literatura que aborda a delegação da política monetária majoritariamente possui como foco de análise a perspectiva de que os atores governamentais buscam por meio da pressão política sobre as autoridades monetárias promover os seus interesses, com o objetivo de obter vantagens políticas, sendo o BCI uma forma de eliminar esses fatores. Junto a isso, ocorreria uma primazia nas medidas no curto prazo em detrimento das com um maior espaço temporal, com os agentes políticos buscando satisfazer as demandas dos seus eleitores, favorecendo o desenvolvimento de uma conjuntura de incertezas por parte dos agentes econômicos. Mais uma vez, um BCI se apresenta como uma possibilidade de mitigar a inconsistência temporal, melhorando a credibilidade e confiança no governo.

A delegação se apresenta como uma tática racional dentro do contexto de ascensão das ideias neoliberais advindas do Consenso de Washington, de maneira que os políticos almejam a melhor alocação do seu capital político com medidas consideradas ótimas em determinada conjuntura. Nesse contexto, a delegação favorece uma alteração na balança de poder interna dos países, beneficiando as tecnocracias e delineando as disparidades com que diferentes assuntos são submetidos e analisados pela sociedade.

3.2 CONDICIONANTES INTERNACIONAIS NA TOMADA DE DECISÃO A FAVOR DOS BANCOS CENTRAIS INDEPENDENTES

A relação negativa entre o nível de independência da autoridade monetária e a taxa de inflação se caracteriza como uma das justificativas relevantes apresentadas pela literatura a favor da implantação ou da continuidade de BCIs. Entretanto, segundo Cukierman, Webb e Neyapti (1992) essa ideia não se verifica nos países em desenvolvimento, onde existe um histórico conturbado no que diz respeito à interferência política e à formulação da política monetária, de maneira que outras considerações são demandadas para a disseminação dos BCIs mundialmente. Segundo Maxfield (1998, p. 19), o ponto central da literatura sobre os BCIs se relaciona com as suas consequências econômicas, de forma que comumente ocorria uma segmentação do tema entre o âmbito das finanças nacionais e as internacionais.

Usualmente, os fatores internos têm a primazia na explicação dos motivos para as modificações institucionais nas autoridades monetárias nacionais, em detrimento dos condicionantes externos. Contudo, o crescimento dos BCIs ao redor do globo não pode ser analisado apenas em razão de questões atreladas ao sistema financeiro interno dos países, mas sim dentro de um contexto de globalização dos mercados, com uma conjuntura marcada pela não separação entre o setor financeiro interno e o externo. Dessa maneira, a tomada de decisão em favor de uma reforma institucional também está relacionada com as finanças globais (BODEA; HICKS, 2015).

Historicamente, os países em desenvolvimento implementaram variados mecanismos de controle sobre o deslocamento de capitais. Com a maior regulamentação das operações financeiras internacionais, delineou-se uma queda na credibilidade de algumas instituições nacionais. Em alguns países emergentes, durante o século XX, como o Brasil e a Coréia do Sul, percebe-se como os BCs tiveram um papel subordinado ao longo do processo de desenvolvimento, colaborando para o aumento da oferta de moeda e das receitas advindas de senhoriagem. Nos dois países houve restrições nas transações financeiras internacionais, limitando a possibilidade de fuga de capitais. Contudo, atualmente, tanto Brasil como a Coréia do Sul seguem a tendência internacional de desregulamentação do mercado financeiro com um aumento da demanda em prol de autoridades monetárias mais autônomas (MAXFIELD, 1998).

A concessão de autonomia aos bancos centrais na América Latina também pode ser interpretada à luz das reformas estruturais iniciadas nos anos 1980 que objetivavam alcançar e consolidar uma estabilidade macroeconômica suficiente e necessária que fosse capaz de preparar o caminho para o crescimento econômico. Assim, os dois argumentos mais citados para explicar o “viés inflacionário” são: primeiro, o excesso

de relações de senhoriação para financiar déficits fiscais; e segundo, a “inconsistência dinâmica” da relação dos governos e bancos centrais, que diminui os níveis de confiança dos mercados no alcance das metas de inflação anunciadas (BELARMINO, 2015, p. 14).

Maxfield (1998) assinala que um cenário marcado pelo autoritarismo e a pequena importância da competição internacional em torno da credibilidade frente aos agentes econômicos internacionais criaram a possibilidade para que as elites políticas de lugares como o Brasil e a Coreia do Sul colocassem em prática uma política de industrialização rápida, com foco na ação do Estado e submissão do BC. Contudo, no longo prazo, a evolução do setor financeiro e da internacionalização terá como consequência um aumento da independência do BC em razão de condicionantes como a competição pelo capital internacional e a crescente sofisticação do mercado financeiro, com uma melhor previsibilidade macroeconômica e regulamentações mais eficazes.

The 1990s witnessed a wave of increase in legal central bank independence because government leaders were trying to attract and retain capital. Put telescopically, the likelihood that politicians in middle-income developing countries will attempt to signal creditworthiness by increasing central bank independence is an increasing function of their nation's objective need for balance of payments support, the expected effectiveness of signaling, and politicians tenure security¹³ (MAXFIELD, 1998, p. 35).

Na primeira metade da década de 1990, ao menos trinta países em variados continentes implementaram modificações institucionais nos seus BCs. Concomitantemente a essa tendência, o fluxo dos investimentos de portfólio se acentuou nas nações em desenvolvimento, marcando o crescimento da demanda por recursos proveniente do sistema financeiro internacional, junto de um gradativo aumento da desregulamentação financeira. A busca por credibilidade internacional ganhou destaque na América Latina em razão da necessidade de capitais para a reestruturação da produção destinada à exportação, além dos problemas de gestão política (MAXFIELD, 1998, p. 50-52).

The pattern of regional variation in the extent of increase in central bank status worldwide in the 1990s is consistent with variation in the need to compete for capital and creditworthiness. Latin American political elites have viewed the need to compete for creditworthiness as high, and legal central bank independence reflects this. The

¹³ Tradução nossa: “Os anos 1990 testemunharam uma onda de aumento da independência legal dos BCs porque os líderes do governo estavam tentando atrair e reter capital. Telescopicamente, a probabilidade de os políticos dos países em desenvolvimento com renda média tentarem sinalizar credibilidade aumentando a independência do BC é uma função crescente da necessidade objetiva de seu país por suporte à balança de pagamentos, a eficácia esperada da sinalização e a segurança de posse dos políticos”.

percentage of countries in the region showing an increase is relatively high¹⁴ (MAXFIELD, 1998, p. 68).

Por sua vez, Simone Polillo e Mauro Guillén (2005) investigaram o processo de concessão de uma maior autonomia e independência para os BCs em um contexto crescente de globalização e das dinâmicas que tal fenômeno imputa para os Estados. Dentro de um universo de 71 países, os autores analisaram as influências externas ao longo do desenvolvimento dos BCs durante o período que abrange 1989 e 2000, por meio de um método *cross-national time-series*, com o objetivo de averiguar se houve um aumento da independência dos BCs com o incremento da exposição dos países ao comércio internacional, aos investimentos e aos empréstimos multilaterais.

No cenário internacional, os Estados disputam entre si a promoção dos seus objetivos, buscando assegurar os seus interesses no âmbito diplomático, econômico, militar e político, sempre com o propósito elementar de assegurar a sua sobrevivência. A globalização modificou as relações de poder que permeiam os Estados, instigando cada vez mais a autonomia das autoridades monetárias e a sua possibilidade de tomada de decisão, conferindo desafios para a soberania dos Estados nacionais.

A central bank free from political contingencies is supposed to be in a position to pursue the goals of fiscal discipline and monetary stability by preventing the rest of the state from engaging in discretionary deficit spending. By controlling the inflation rate and preventing the government from causing inflationary shocks that could momentarily boost output, the central bank is heralded as a necessary check to self-interested politicians. Whereas dependent central banks could lend to the government and to public institutions, an independent central bank is barred from either activity, thus imposing austerity and stability on the economy. The idea of an independent central bank matches the technocratic ethos of the neoliberal paradigm, with its purportedly objective, nonpartisan, disinterested, and depoliticized approach to policy making¹⁵ (POLILLO; GUILLÉN, 2005, p. 1768).

A decisão de ceder maior independência para o BC por parte dos agentes políticos está diretamente relacionada com a busca por credibilidade. Ela se acentua de acordo com a

¹⁴ Tradução nossa: “O padrão de variação regional na extensão do aumento do status de BC em todo o mundo nos anos 1990 é consistente com a variação na necessidade de competir por capital e credibilidade. As elites políticas latino-americanas consideram a necessidade de competir pela credibilidade como alta, e a independência legal do BC reflete isso. A porcentagem de países da região que mostram um aumento é relativamente alta”.

¹⁵ Tradução nossa: “Um BC livre de contingências políticas deve estar em posição de perseguir os objetivos da disciplina fiscal e da estabilidade monetária, impedindo que o restante do Estado se envolva em gastos com déficits discricionários. Ao controlar a taxa de inflação e impedir que o governo cause choques inflacionários que poderiam aumentar momentaneamente a produção, o BC é anunciado como uma necessidade política. Enquanto os BC dependentes poderiam emprestar ao governo e às instituições públicas, um BCI é impedido de qualquer atividade, impondo assim austeridade e estabilidade à economia. A ideia de um BCI corresponde ao ethos tecnocrático do paradigma neoliberal, com sua abordagem supostamente objetiva, apartidária, desinteressada e despolitizada à formulação de políticas”.

importância dos investimentos de portfólio na interação financeira entre os países com pouco capital, através dos riscos e com as restrições da normatização governamental para com as transações financeiras nacionais e internacionais. Além disso, outro fator importante para a conduta dos BCs diz respeito ao horizonte temporal do mandato dos agentes políticos, pois o custo político de conceder uma maior independência para a instituição aumenta dentro de uma disputa pelas preferências do eleitorado, uma vez que os benefícios de um BCI incorrem em algum atraso temporal. Caso exista alguma perspectiva de governos fracos e/ou curtos adquirirem algum apoio político por meio do BC, o custo político de um BCI se torna alto (MAXFIELD, 1998, p. 48).

A queda na possibilidade de utilização de receitas provenientes da senhoriagem colabora para que o governo dispute com outros atores em busca de investimentos por meio da venda dos seus títulos. Nesse contexto, a independência do BC ganha relevância como um instrumento de sinalização aos investidores ao balizar a ação governamental. A necessidade de recursos financeiros internacionais, delineada, por exemplo, na balança de pagamentos, condiciona a ação dos atores políticos a perseguir uma maior credibilidade perante o cenário internacional.

Com as grandes variações cambiais, os políticos buscaram novas formas de controlar os preços. Nesse contexto, os BCI ganharam relevância também pela perspectiva de mitigar a instabilidade do mercado flutuante de câmbio. O valor do controle da política monetária como uma ferramenta para o controle do nível de empregos paulatinamente tem caído ao redor do globo, uma vez que o crescimento da globalização financeira imputa custos para políticas monetárias mal realizadas e aumenta a importância de um BCI. Nos mercados emergentes, os agentes econômicos tendem a acompanhar as ações da autoridade monetária para delinear possíveis consequências econômicas e, assim, balizar o seu processo de tomada de decisão na alocação de recursos (MAXFIELD, 1998, p. 47).

Dessa forma, a independência do BC nas economias em desenvolvimento varia conforme a percepção da necessidade de crédito e investimento por parte dos atores políticos. Os retornos dos investidores ocorrem de maneira desigual, com oscilações de acordo com o gênero do investimento, sejam eles investimentos diretos estrangeiros, empréstimos bancários internacionais, títulos estrangeiros ou ações de empresas. Isso ocorre em virtude de o comportamento dos agentes econômicos alternar em conformidade com a especificidade do ativo, a disposição dos riscos, o acesso às informações locais e o montante de investidores. As formas predominantes de investimento dentro de um país condicionam a efetividade da busca por melhores índices de credibilidade por meio de um BCI, quando a forma predominante de

investimento forem os títulos, um BCI tende a ser mais efetivo (MAXFIELD, 1998; POLILLO; GUILLÉN, 2005; BODEA; HICKS, 2015).

International financial asset holders should be more willing, *ceteris paribus*, to invest in countries with independent central banks for two reasons. First, investors expect central banks with discretion and authority to help keep national economic policy on a stable, consistent course. Therefore, central bank independence increases the extent to which international investors can predict their relative returns. International investors view the costs politicians pay to reverse central bank independence as a partial guarantee of stable, consistent economic policy¹⁶ (MAXFIELD, 1998, p. 36).

O BCI impacta a previsibilidade dos retornos de capital ao afetar os resultados macroeconômicos importantes para os agentes como a estabilidade do sistema financeiro nacional e ambientes com menores índices inflacionários. Ao implementar reformas em prol dos BCIs existe a possibilidade de os investidores modificarem o posicionamento para com um determinado país no seu portfólio de investimento, recalculando a relação entre os riscos e os retornos do investimento. Aos governos, o investimento direto se configura como uma opção interessante, pela sua oportunidade de incentivar o crescimento econômico, emprego, transferências tecnológicas e a geração de recursos para o orçamento governamental. Além disso, os empréstimos internacionais também são importantes, em virtude da possibilidade de o governo alocar os recursos diretamente nas suas prioridades, gerando melhores resultados econômicos, bem como políticos, através do favorecimento de determinados agentes com os gastos governamentais (BODEA; HICKS, 2015).

[...] the greater the elasticity of supply and price international funds, the more valuable are politicians marginal efforts to increase creditworthiness. Other things equal, the elasticities are low for foreign direct investment, moderate for commercial bank loans, and great for bond and equity investments¹⁷ (MAXFIELD, 1998, p. 37)

Segundo Simone Polillo e Mauro Guillén (2005, p. 1795), os países que adotaram medidas que vão ao encontro de BCIs no decorrer da década de 1990, aumentando consideravelmente a independência das suas autoridades monetárias, contaram com

¹⁶ Tradução nossa: “Os detentores de ativos financeiros internacionais devem estar mais dispostos, *ceteris paribus*, a investir em países com BCI por duas razões. Primeiro, os investidores esperam que os BCs com discricção e autoridade ajudem a manter a política econômica nacional em um curso estável e consistente. Portanto, a independência do BC aumenta a extensão em que os investidores internacionais podem prever seus retornos relativos. Investidores internacionais veem os custos que os políticos pagam para reverter a independência do BC como uma garantia parcial de política econômica estável e consistente”.

¹⁷ Tradução nossa: “[...] quanto maior a elasticidade da oferta e do preço dos fundos internacionais, mais valiosos são os esforços marginais dos políticos para aumentar a credibilidade. Em outras palavras, as elasticidades são baixas para o investimento direto estrangeiro, moderadas para empréstimos bancários comerciais e ótimas para investimentos em títulos e ações”.

incrementos nos níveis de investimentos estrangeiros, nos créditos e investimentos provenientes do FMI. Fatores evidenciados por meio de exemplos como o caso da Albânia, Argentina e Bielorrússia. Esses países tornaram seus BCs mais independentes após o acesso a fundos do FMI e um incremento considerável nos fluxos de investimento estrangeiro a partir do ano de 1993.

Não se percebe o enfraquecimento dos Estados frente ao processo de globalização, mas sim uma reorganização em direção a cenários delineados por contornos tecnocráticos que impactam o jogo de decisões de alguns grupos políticos e econômicos. Ao se mover em direção a uma estrutura com maior presença da tecnocracia, o Estado buscou conquistar uma maior credibilidade modificando o conjunto da distribuição de poder de determinadas agências governamentais. Ou seja, proporcionando que os BCs ganhassem maiores poderes para gerir a política monetária em detrimento do poder executivo. Para Cristina Bodea e Raymond Hicks (2015) a associação entre decisões favoráveis aos BCIs e a busca de capitais internacionais, como investimento direto estrangeiro ou de empréstimos, promovendo a valorização das autoridades monetárias, ocorre em virtude da perspectiva de bons resultados macroeconômicos, além da noção de uma maior estabilidade institucional e política.

Aos atores políticos nacionais a busca pela credibilidade frente aos investidores internacionais é justificada em virtude do esforço em melhorar a quantidade e preço dos recursos financeiros que estão à disposição de seu país. A efetividade de tais esforços é condicionada pelas peculiaridades dos mercados financeiros internacionais, de forma que duas características se destacam: a interação entre a oferta e demanda de recursos financeiros internacionais e a intermediação financeira internacional. Ainda, um BCI pode impactar as expectativas dos agentes econômicos de uma segunda maneira:

Concerned about host country policies that threaten anticipated returns, international investors may believe that their ability to influence policy is greater the more independent the central bank is from the executive branch. Foreign investors read central bank independence as a signal of the strength of domestic proponents of sound monetary policy, both within the government and among domestic social groups, with whom the investors might implicitly or explicitly ally in an effort to influence policy. Obviously, politicians use of central bank independence to signal creditworthiness in middle-income developing countries will rise with the objective need for international financial resources measured through the balance of payments¹⁸ (MAXFIELD, 1998, p. 36).

¹⁸ Tradução nossa: “Preocupados com as políticas do país anfitrião, que ameaçam os retornos esperados, os investidores internacionais podem acreditar que sua capacidade de influenciar as políticas é maior quanto mais independente o BC for do poder executivo. Os investidores estrangeiros consideram a independência do BC como um sinal da força dos defensores domésticos de uma política monetária sólida, tanto dentro do governo quanto entre grupos sociais domésticos, com os quais os investidores podem se aliar de forma implícita ou explícita, em um esforço para influenciar a política. Obviamente, o uso político da independência do BC para

Caso a oferta de recursos financeiros seja muito maior que a procura, assim como nos anos de 1970, as tentativas de sinalizar credibilidade não serão efetivas. Ademais, os investidores respondem de formas diferentes a um BCI. Em relação aos investimentos mais líquidos, o arranjo e características dos riscos nos retornos condiciona a possibilidade de reação dos investidores a sinais a respeito do futuro cenário de investimento. Com maiores riscos, mais sensível o investidor será com os sinais do mercado (MAXFIELD, 1998, p. 37). A tentativa de sinalização de uma maior credibilidade com um BCI tem as suas chances correlacionadas de forma decrescente com a regulamentação financeira. Por meio de menores restrições para movimentação do capital internacional ocorre um incentivo à integração dos mercados financeiros nacionais a uma maior abrangência aos globais.

Como há cada vez maior integração financeira, a credibilidade da autoridade monetária ganha importância, de forma que o aumento na quantidade das operações financeiras torna as estruturas de decisão dos agentes econômicos cada vez mais internacional. Com menores limitadores nas interações financeiras nacionais e internacionais as chances da tomada de decisão a favor dos BCI aumentam por parte dos políticos (MAXFIELD, 1998, p. 44).

Ao se configurar como um modelo de governança macroeconômica, a legislação dos BCs pode ser modificada tendo como base a estrutura construída nos exemplos de outros países pertencentes a um mesmo conjunto de interações sociais. Para Bodea e Hicks (2015), países mais expostos ao IDE têm maiores chances de reformar os seus BCs. Os investimentos de curto prazo estão mais relacionados com os lucros rápidos, com a performance macroeconômica no curto prazo e com a possibilidade de saída do capital.

Segundo Polillo e Guillén (2005, p. 1774), os investimentos diretos externos são uma forma de influência coercitiva internacional, pois torna os Estados mais dependentes das decisões realizadas por entidades e atores localizados no exterior. Nesse quadro, os BCs podem exercer distintas atribuições políticas. Em virtude da concorrência econômica, política e cultural no cenário internacional, em um contexto marcado pela globalização, o Estado está submetido a imposições coercitivas, normativas e miméticas. Nesse contexto, os Estados se configuram tendo como condicionante a predisposição a se assemelhar com as configurações e procedimentos empregados em outros países.

sinalizar credibilidade nos países em desenvolvimento de renda média aumentará com a necessidade objetiva de recursos financeiros internacionais medidos através do balanço de pagamentos”.

Above and beyond the effects of domestic political and macroeconomic variables, countries more exposed to trade, foreign investment, multilateral lending, and cohesive and role equivalent trading relationships with previous adopters are subject to isomorphic pressures. Most of our empirical results were robust to modeling approach, estimation method, and the inclusion of control variables. Political or macroeconomic variables of a domestic nature failed to explain central bank independence. Thus, globalization is transforming the state structures that deal with monetary policy¹⁹ (POLILLO; GUILLÉN, 2005, p. 1793).

Os modelos construídos por Polillo e Guillén (2005) ratificam que um incremento na dependência dos empréstimos provenientes do FMI ocasiona uma maior possibilidade estatística de reformas favoráveis a um BCI. Ainda, os autores sustentam a perspectiva de que uma maior abertura comercial e maiores fluxos de IED também colaboram no aumento da independência do BC. Conjuntamente, os autores atentam para o fato de que possa estar ocorrendo um efeito inverso em relação aos BCI. Nesse cenário, um BCI seria um pré-requisito para um maior crédito ou movimento de recursos internacionais. Entretanto, os indícios não ratificam essa ideia, caracterizando que a tendência de que a direção da causalidade é das influências globais em direção à independência do BC.

Segundo Bodea e Hicks (2015, p. 277), dentro do universo de análise dos autores, entre 58 países analisados que não pertencem à OCDE, apenas 28 contam com modelos de títulos de 10 anos. Isso corrobora que muitos Estados não contam com credibilidade para disponibilizar títulos com um horizonte temporal longo. Os autores encontraram significância entre os países não pertencentes à OCDE, no que diz respeito aos efeitos diretos proporcionados por um BCI para com o IDE e as taxas de juros dos títulos de 10 anos, mas não de maneira uniforme. Segundo os autores, na medida em que os países adotam os BCIs, após um determinado número, a probabilidade que os BCIs tenham impacto sobre o IDE diminui.

De forma geral, os investidores contemplam um BCI e credível, principalmente nos momentos em que dentro de um determinado universo de países, existe uma quantidade pequena de BCIs. De modo que tal instituição impacta os países que não pertencem à OCDE com maiores índices de IDE, desde que os Estados representem ambientes democráticos e que o BCI possa ser um indício de diferença em relação aos demais países. Dessa forma, frente à concorrência por capital, os agentes governamentais podem modificar seu BC e os investidores

¹⁹ Tradução nossa: “Acima e além dos efeitos das variáveis políticas e macroeconômicas domésticas, os países mais expostos ao comércio, ao investimento estrangeiro, aos empréstimos multilaterais e às relações comerciais coesas e equivalentes a papéis com adotantes anteriores estão sujeitos a pressões isomórficas. A maioria dos nossos resultados empíricos foi robusta à abordagem de modelagem, método de estimativa e inclusão de variáveis de controle. Variáveis políticas ou macroeconômicas de natureza doméstica falharam em explicar a independência do BC. Assim, a globalização está transformando as estruturas estatais que lidam com a política monetária”.

podem julgar relevante o status do BC na balança que condiciona as decisões de investimento. Para os autores, os resultados empíricos dos seus testes assinalam que os países modificam as suas autoridades monetárias tendo, também, por objetivo trazer mais capital internacional para os seus Estados. De modo que essa disputa não é condicionada apenas pela concorrência em si, mas também pela imitação de pares sociais e de redes de organizações intergovernamentais (BODEA; HICKS, 2015).

A ideologia econômica repercute no juízo dos atores políticos de maneira secundária, no que tange à credibilidade. Os principais pontos de análise são as condições materiais de um determinado país, esboçadas nos mercados financeiros internacionais. De forma que os discursos envolvendo políticas partidárias ou modelos de regime não ganham muita importância para explicar um BCI (MAXFIELD, 1998, p. 49). Tais proposições se verificam mediante o trabalho de Karine Belarmino (2015), com agentes políticos detentores de posicionamentos antagônicos dentro do espectro político conferindo um maior grau de autonomia e independência para os BCs dentro do contexto latino americano no final do século XX, que, por sua vez, contrastam com as proposições de McNamara (2002), com a adoção dos de tais instituições ocorrendo por meio de um processo de imitação de pares sociais, procedimentos de governança ou pela coerção, em detrimento da questão da credibilidade ou da competição. Para o autor, a reforma da instituição ocorre em virtude de mecanismos de difusão social. Para Bodea e Hicks (2015), destina-se pouca atenção para os condicionantes que possibilitam que as reformas legais sejam críveis, uma vez que a competição é um mecanismo para a disseminação dos BCIs. Para eles, tanto as ideias de Maxfield como as de McNamara carecem de comprovação, necessitando mais testes.

Através de uma regressão, Maxfield (1998, p. 148) encontrou resultados coerentes com o argumento de que a probabilidade de delegação de uma maior independência *de jure* para a autoridade monetária vai ao encontro da priorização dos investimentos privados por parte dos agentes políticos. Por mais que a autora não consiga distinguir os investidores nacionais dos internacionais, o efeito pode ser atrelado aos dois casos. A sinalização tende a ser mais efetiva com os investidores internacionais porque as informações locais contam com maiores empecilhos para o seu acesso. Uma preocupação relevante para os países em desenvolvimento diz respeito à coordenação das políticas econômicas, de forma que os políticos comumente se encontram em um dualismo marcado pelas demandas do capital estrangeiro, mais volátil, e as demandas da política doméstica com os seus jogos de interesses e acordos de barganha política.

A conformidade institucional acaba por se configurar como uma consequência da competição dos países por investimentos. De maneira que a adoção de um BCI pode ser

interpretada como um diferencial favorável para a decisão de investimento por parte dos agentes econômicos. Para Maxfield (1998), a independência de um BC está relacionada com a questão da credibilidade frente aos investidores. A autora construiu a sua argumentação em um contexto de concorrência por capitais, delineando uma conexão entre o nível de BCI e a parcela de investimento privado no PIB. Contudo, Maxfield não aborda como as mudanças afetam os investidores ao longo do tempo. O BCI tem um grande impacto nas decisões de investimento em títulos, uma vez que os investidores estão mais espalhados, contando com uma menor possibilidade de acesso à informação local. Os investidores de IDE têm uma visão favorável aos BCIs e do conservadorismo devido aos países que os sediam buscarem uma maior estabilidade cambial para obter benefícios em exportações (BODEA; HICKS, 2015, p. 271).

Dessa forma, a adoção de um BCI pode ser consequência de, ao menos, três fatores internacionais. A questão da credibilidade, a dinâmica dos fluxos financeiros com as decisões de investimento e, concomitantemente, pela socialização de Estados, apresentando estruturas culturais semelhantes ou pertencentes a organizações internacionais em comum (BODEA; HICKS, 2015; MAXFIELD, 1998; MCNAMARA 2002).

3.3 O PAPEL DOS ORGANISMOS INTERNACIONAIS: O CASO DO FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL

O Fundo Monetário Internacional (FMI) foi importante na disseminação de ideais favoráveis aos BCIs. Essa instituição adotou as concepções advindas do Consenso de Washington, de forma que houve a defesa de tais princípios por meio das diversas Missões de Assistência Técnica, nos mais variados países ao redor do globo. A instituição incentivou modificações em diversos BCs por intermédio dos requisitos para a obtenção dos seus empréstimos, influenciando a conduta da política monetária dos países (POLILLO; GUILLÉN, 2005; KERN; REINSBERG; RAU-GÖHRING, 2019).

Por meio da sua atuação no cenário internacional, o FMI representou, na visão de Polillo e Guillén (2005, p. 1774), uma forma de pressão internacional coercitiva, uma vez que a instituição, por meio dos seu assessoramento aos países com problemas financeiros, incentivou a disseminação da ideia favorável aos BCIs, colocando-a, essencialmente a partir de meados dos anos de 1990, como uma das condições para a sua assistência. As cartas de intenções disponíveis para análise, submetidas pelos países em busca de recursos ao organismo internacional, delineiam como a pretensão por um BC mais independente é uma das condições para o acesso ao crédito, isso fica claro nos casos da Indonésia e da Tailândia, que, segundo

Goldstein (2001²⁰ *apud* POLILLO; GUILLÉN, 2005), contaram com cerca de 140 termos condicionais.

Os recursos advindos do FMI colaboram para que os países se tornem paulatinamente mais influenciáveis por essa fonte de recursos estratégicos, de modo que ocorre uma facilitação na adoção de estruturas e condutas consideradas ótimas com o objetivo de colaborar para a manutenção ou incremento do status e legitimidade de um determinado país em relação à comunidade internacional, além de mitigar possíveis discrepâncias entre a política macroeconômica de curto e longo prazo. Segundo Polillo e Guillén (2005, 1776), essa alegação é consistente com a ideia do isomorfismo no âmbito das organizações, pois a dependência de uma fonte de recursos importantes condiciona a tomada de decisão. Tais argumentos vão ao encontro da ideia de que quanto maiores forem as relações de um determinado país para com o comércio, empréstimos e investimentos internacionais, maior será a independência do seu BC.

Segundo Andreas Kern, Bernhard Reinsberg e Matthias Rau-Göhring (2019), a promoção de um BCI, sob o ponto de vista do FMI, não representa necessariamente um mecanismo ideológico. A adoção de tal visão vai ao encontro de estratégias abrangendo condicionantes legais e operacionais visando salvaguardar os fundos da instituição. O principal objetivo se configura na proteção do BCI das interferências políticas, de forma a reduzir os créditos excessivos, moderando as chances de descomedimento dos agentes políticos para com os fundos advindos do FMI e a promoção dos seus objetivos de política econômica. Já do ponto de vista governamental, o BCI representa benefícios econômicos e políticos relevantes, mesmo que implique na impossibilidade de uso de recursos anteriormente utilizados para acesso a crédito e estímulo à economia.

No que tange à formulação de políticas monetárias, a série de condicionantes impostos aos empréstimos têm como objetivo não possibilitar uma debilidade em reservas internacionais e impedir discrepâncias na formação de crédito do país. A medida favorável aos BCI dentro dos requisitos do FMI ocorre em um contexto no qual comumente os países são acometidos por vultosos excessos monetários imputando um decréscimo na credibilidade da sua política monetária. Além disso, a influência política na tomada de decisão no que tange à formulação de políticas monetárias imputa riscos aos desembolsos dos empréstimos do FMI. Dessa forma, a instituição almeja salvaguardar os seus empréstimos e recursos, diminuindo a conexão entre os BCs e os agentes governamentais (KENTIKELIS; STUBBS; KING, 2016; KERN; REINSBERG; RAU-GÖHRING, 2019).

²⁰ Goldstein, Morris. 2001. "IMF Structural Conditionality: How Much Is Too Much?" Working Paper no. 01-4. Institute for International Economics, Washington, D.C.

As cláusulas dos empréstimos colaboram para uma maior independência do BC, incentivando uma transferência de poder político em direção às autoridades monetárias. Andreas Kern, Bernhard Reinsberg e Matthias Rau-Göhring (2019) buscaram responder à pergunta: por que os países participantes dos programas do FMI têm maior probabilidade de adotar o BCI? Os governos vão ao encontro das demandas do FMI, de forma que não é tão claro os motivos de tal movimento. Para Andreas Kern, Bernhard Reinsberg e Matthias Rau-Göhring (2019, p. 215), os governos percebem no FMI uma possibilidade de modificação da balança interna de forças entre os agentes opositores e os favoráveis aos BCI. A instituição pode modificar a correlação de força a favor dos BCI, impactando na percepção dos benefícios da instituição mais independente e mitigando os custos da sua implementação, pois, de uma forma geral, os governos buscam se afastar dos programas de ajuste do FMI, contudo, nem sempre isso é possível, essencialmente em momentos de crise econômica. Nas turbulências financeiras, muitas vezes, intensificam-se as pressões contrárias ao BCI.

Simultaneamente, o tamanho do capital político que um governo conta a seu favor é limitado, de forma que a implementação de reformas na política monetária muitas vezes não se configura como uma medida de interesse governamental. Nesse cenário, o FMI pode alterar a configuração da balança de incentivos e demandas internas em benefício de um BCI, fornecendo um amparo internacional para a promoção dessa pauta. Além disso, a instituição pode contribuir por meio da sinalização para os agentes econômicos internacionais sobre a viabilidade do BCI, impactando a credibilidade de reformas monetárias, principalmente nos países em desenvolvimento, Estados mais impactados pelos movimentos internacionais de capital (KERN; REINSBERG; RAU-GÖHRING, 2019).

Um BCI imputa ao governo a necessidade de ceder o controle de instrumentos relevantes dentro do seu inventário de mecanismos de políticas econômicas em prol de impactar variáveis chaves da economia. Nesse quadro, as ações do FMI podem ser um condicionante de impulso em favor da adoção de BCI, pois o auxílio da instituição é mais efetivo em lugares com governos mais impactados por agentes com poder para atravancar reformas monetárias, isso pode ser ilustrado por meio de grupos que se beneficiam com altas taxas de inflação ou com alguns benefícios em financiamentos. Nesse contexto, ao se associar com o FMI por meio de algum plano econômico, um grupo político a favor de reformas pode alterar a balança política ao seu favor, conquistando uma maior legitimidade para implementar mudanças (KENTIKELIS; STUBBS; KING, 2016; KERN; REINSBERG; RAU-GÖHRING, 2019).

Por meio da base de dados construída por Alexander E. Kentikelenis, Thomas H. Stubbs e Lawrence P. King (2016), analisando 124 países entre os anos de 1980 e 2012 com

informações sobre modificações nos BCs e a condicionalidade do FMI, Andreas Kern, Bernhard Reinsberg e Matthias Rau-Göhring (2019, p. 226) concluíram que as condicionalidades presentes nos empréstimos desempenham uma grande ferramenta de impulso para a difusão dos BCIs. De forma que em determinadas configurações a condicionalidade do BCI é muito eficaz, notadamente nos casos de países com muitos agentes com poder de veto, nas pequenas economias com grande dependência dos capitais internacionais e nos momentos de crises econômicas. No âmbito político, o resultado dos autores demonstrou que a condicionalidade dos BCIs leva realmente a maiores níveis de BCIs.

Segundo Alexander E. Kentikelenis, Thomas H. Stubbs e Lawrence P. King (2016, p. 25), no íterim posterior à crise financeira global, houve uma considerável mudança normativa nas políticas empregadas pelo FMI, com um maior número de condicionantes aos países que objetivavam acesso a recursos. Para os autores, com o desenrolar e aprofundamento da crise, o FMI reassumiu importância no cenário internacional como uma instituição central, elementar pelo seu impacto nas interações políticas e econômicas, contrastando com o período anterior de declínio das condições pertinentes aos seus empréstimos.

No âmbito das relações internacionais, o impacto do FMI nas esferas domésticas dos países pode ser explicado por meio da visão teórica neoliberal. Para essa linha de pensamento, os Estados permanecem como principais atores do sistema internacional, tido como descentralizado e anárquico. Contudo, existe um certo nível de ordenamento, tipificado nas instituições internacionais. Para Keohane (1989), o entendimento do mundo contemporâneo passa por conceitos como descentralização e institucionalização, sendo a institucionalização representada por regras, regimentos, protocolos, práticas e entendimentos formais ou não. A hipótese elementar dessa visão é, segundo Sarfati (2011, p. 156): “a habilidade dos Estados de se comunicar e cooperar depende da construção de instituições que podem variar em termos de suas natureza e forças”, de maneira que a escola delega uma particular importância ao entendimento de como as instituições afetam o comportamento dos Estados.

Robert Keohane (1989) descreve as instituições como um conjunto de regras interligadas, sejam elas formais ou informais, que cerceiam variadas ações, condutas e expectativas. Nesse contexto, o FMI assume relevância como uma instituição intergovernamental, ou seja, uma entidade construída por Estados com uma finalidade específica, contando com uma coordenação burocrática e normas definidas. Para o ponto de vista neoliberal, os atores não estatais são relevantes para a compreensão das dinâmicas globais que os Estados estão inseridos, possibilitando que tais atores impactem também as sociedades, além dos Estados.

Governments must organize themselves to cope with the flow of business generated by international organizations. By defining the salient issues, and deciding which issues can be grouped together, organizations may help to determine governmental priorities and the natures of international committees and other arrangements within governments²¹ (KEOHANE; NYE, 2012, p. 29).

O neoliberalismo se caracteriza como a primeira teoria de Relações Internacionais a colocar os atores transnacionais em um papel de relevância. A partir de meados dos anos 1970, consolidou-se a noção de que os tradicionais temas de segurança, sempre a principal pauta durante o período da Guerra Fria, cederiam um maior espaço para a agenda econômica, como a questão do desenvolvimento e de interdependência. De forma que ocorreria um incentivo no aumento dos atores não estatais, impactando em questões como investimentos, dentro de um cenário de interação entre os países transformado pela formação de instituições que desempenham três funções básicas na composição das preferências dos agentes: o incremento nas dinâmicas informacionais, a administração e cumprimento de compromissos, junto de modificações no que tange a consistência dos acordos (PERES, 2009, p. 82).

Ao englobar outros fatores, além do foco nos agentes estatais, o neoliberalismo possibilita um melhor entendimento de como a sociedade pode ser afetada por agentes internacionais. Nesse contexto, o FMI pode ser um agente transformador ao desequilibrar as preferências da sociedade por meio das suas deliberações e ações, alterando a balança interna de interesses dos países. Junto a isso, somam-se outros fatores internacionais como as decisões de investimento e a credibilidade que interagem concomitantemente nas modificações da balança de interesses e preferências que permeia a sociedade.

²¹ Tradução nossa: “Os governos devem se organizar para lidar com o fluxo de negócios gerado por organizações internacionais. Ao definir as questões mais importantes e decidir quais questões podem ser agrupadas, as organizações podem ajudar a determinar as prioridades governamentais e a natureza dos comitês internacionais e outros acordos dentro dos governos”.

4 EVOLUÇÃO HISTÓRICA E CONTEMPORANEIDADE DO BANCO CENTRAL BRASILEIRO

O processo de desenvolvimento da autoridade monetária brasileira ocorreu com a assimilação de determinadas características teóricas e históricas mais gerais, mas também com certas particularidades nacionais. O presente capítulo tem por objetivo construir um panorama da formação da autoridade monetária brasileira, desde os seus primórdios, com a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), esmiuçando o processo de consolidação do Banco Central do Brasil (BCB) e os seus meandros com o objetivo de esclarecer antagonismos e desafios históricos que permearam tal processo, para que se possa melhor compreender a evolução da independência da instituição ao longo da sua história.

Para tal propósito, os trabalhos acadêmicos elaborados por Cukierman, Webb e Neyapti (1992) e Oliveira (2016) serão tomados como base para a construção de um panorama sobre o nível de independência do BCB ao longo do seu desenvolvimento histórico, averiguando uma possível relação negativa existente entre a inflação e o nível de autonomia e independência do BCB. Junto a isso, pretende-se delinear a importância da conjuntura internacional para o Sistema de Metas para Inflação e as oscilações na independência do BCB.

4.1 O DESENVOLVIMENTO HISTÓRICO DA AUTORIDADE MONETÁRIA BRASILEIRA: A SUPERINTENDÊNCIA DA MOEDA E DO CRÉDITO

O conflito pela administração do poder monetário condicionou o processo de desenvolvimento dos BCs. No caso brasileiro, o processo de estabelecimento do Banco Central do Brasil (BCB) apresentou um caráter tardio em relação aos demais países da América Latina, contando com uma relação peculiar para com as demais instituições nacionais e um constante conflito econômico e político que advinha de diferentes setores da sociedade, notadamente o bancário, industrial e rural. Dessa forma, o progresso da implantação da autoridade monetária brasileira necessitou ser dividido em diferentes etapas para que se tornasse realidade (CARVALHO; OLIVEIRA; MONTEIRO, 2010; CORAZZA, 2006;).

A constituição da autoridade monetária brasileira se iniciou na primeira metade do século XX. O marco inicial varia de acordo com a literatura, oscilando entre a tentativa de criação da Carteira de Redesconto (CARED), proporcionando a atuação do BB como prestamista de última instância, e a criação da SUMOC, em 1945.

Bulhões (1990) sugere que o primeiro embrião do Banco Central do Brasil foi a recriação da Carteira de Redesconto (Cared) do Banco do Brasil em 1930. Entretanto, é certo que houve pelo menos duas tentativas concretas anteriores; a primeira aconteceu em 1923, no período do presidente Bernardes; e a segunda resultou da Missão Niemeyer, chefiada por este diretor do Banco da Inglaterra, em 1931, que sugeriu a transformação do Banco do Brasil em banco central. Mas o passo mais avançado foi, sem dúvida, a criação da Sumoc, em 2 de abril de 1945, através do Decreto Lei nº 7.293 do presidente Dutra. A materialização desse ato se deveu aos esforços de um grupo de economistas liderados por Eugênio Gudín e Octávio Gouvêa de Bulhões e à nova ordem internacional, representada no Acordo de Bretton-Woods (CORAZZA, 2006, p. 4).

A Superintendência da Moeda e do Crédito foi concebida através do Decreto-Lei nº 7.293/45, iniciativa que assinalou uma incipiente busca em prol do estabelecimento de uma autoridade monetária no país, com o objetivo de monitorar e organizar as políticas relativas à moeda e ao crédito, mas que ainda levaria um tempo considerável para se concretizar por meio da criação do BCB, em 1964. A SUMOC, segundo Corazza (2006, p. 4), representou um órgão intermediário, possível graças à legislação autoritária proveniente do governo de Getúlio Vargas, uma vez que a conjuntura da sua constituição era marcada por fortes resistências, exemplificadas na incorporação por parte do BB de instrumentos de ação pertencentes à SUMOC, como a CARED e a Carteira de Mobilização Bancária (CAMOB). Dessa forma, os primeiros antagonismos ocorreram com o BB, pois muitas funções de autoridade monetária eram exercidas pela instituição.

O projeto de criação da SUMOC, submissa ao Ministério da Fazenda, funcionaria como um alicerce para a futura construção de um banco central autônomo, de forma que a sua formação assinalou definitivamente uma primeira tentativa institucional de construção de uma política monetária de forma mais independente, possibilitando uma maior lógica na sua execução (RAPOSO; KASAHARA, 2010, p. 929). Contudo, a instituição permanecia sob a influência do BB, evidente nos Conselhos da entidade e na influência na tolerância para com pressões expansionistas sobre o crédito.

Assim, a Sumoc, o Banco Central e, sobretudo, seus Conselhos, foram inseridos em diferentes arranjos institucionais produzidos em épocas, governos e contextos internacionais muito singulares, tendo feito parte de um Estado que frequentemente promoveu parcerias políticas preferenciais e corporativas com alguns grupos e classes, ao mesmo tempo em que excluiu e abandonou outros (RAPOSO; KASAHARA, 2010, p. 930).

Mesmo que inicialmente a constituição da SUMOC não tenha sido tão relevante, com o BB logrando absorver a estrutura da entidade junto das suas práticas, ela conquistou paulatinamente uma maior e melhor estipulação das suas atribuições, adquirindo contornos

mais próximos aos de uma autoridade monetária. Permeada por um contexto marcado por conflitos de interesse, somente em meados da década de 1950 a instituição se fortaleceu, propiciando um melhor desempenho e eficiência na busca dos seus objetivos (CARVALHO; OLIVEIRA; MONTEIRO, 2010, p. 28). Nesse período, deu-se o exercício de funções típicas de um BC, controlando e estabelecendo a política monetária e de crédito, com responsabilidades para com a política cambial e de mercado aberto. Além disso, a SUMOC era o órgão responsável pelo recolhimento dos depósitos compulsórios provenientes dos bancos comerciais, a definição dos juros do redesconto, o supervisionamento dos bancos comerciais e escritura dos capitais internacionais. Ao Tesouro nacional cabia a responsabilidade pela expedição e o abatimento de papel moeda, realizando suas operações por meio da Caixa de Amortização (CAMOR). Por sua vez, o BB desempenhava a função de banqueiro do governo e de banco dos bancos. Ao BB se destinavam as operações por meio da Caixa de Mobilização Bancária, a Carteira de Câmbio e de Comércio Exterior (CACEX) e a Carteira de Redesconto (CORAZZA, 2006, p. 4).

4.2 O SURGIMENTO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

O início do BCB aconteceu em 31 de dezembro de 1964, por meio da Lei nº 4.595, durante o governo de Humberto de Alencar Castello Branco, absorvendo a estrutura da SUMOC. O contexto de constituição da instituição foi marcado pela centralização do poder político, assumindo certas semelhanças com o surgimento da SUMOC.

O processo formal de sua criação levou nada menos que 20 anos, a partir de seu primeiro embrião, a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), em 1945, até a criação do Banco Central do Brasil, em 31 de dezembro de 1964. Outros 22 anos foram necessários para que se completasse seu aperfeiçoamento institucional e ele se tornasse, formalmente, a única autoridade monetária do país, uma vez que, mesmo após sua criação, o Bacen continuou a dividir funções de banco central com o Banco do Brasil, até a promulgação da última Constituição, em 1988. A forma final de seu estatuto, porém, continua ainda em discussão, no Congresso Nacional, onde se debate a questão de sua independência (CORAZZA, 2006, p. 2).

Simultaneamente, a reforma monetária efetuada no período possibilitou o surgimento do Conselho Monetário Nacional (CMN) com a participação do Ministro da Fazenda, os Presidentes do BB e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), além de seis membros nomeados pelo Presidente da República. Para os diretores do BCB, o mandato foi fixado em seis anos, com o objetivo de aumentar sua independência, mitigando potenciais

tentativas de interferência política. Porém, na prática o período de seis anos não foi cumprido em virtude de pressões políticas advindas do executivo.

Principal instância de formulação e coordenação das políticas monetária, creditícia, fiscal e da dívida pública interna e externa do país, o Conselho Monetário tinha, portanto, entre suas atribuições, estabelecer os limites de atuação tanto do Banco do Brasil, como do Banco Central – instituições que se restringiam a ser agentes executivos de suas deliberações. A partir dessa primeira formulação, o Conselho sofreu tantas modificações – não só nas suas atribuições como também na composição de seus membros – que sua importância na promoção da política monetária nacional nos diferentes governos militares e, posteriormente, nos civis foi bastante irregular, o que conseqüentemente alterou não só a vocação, como também a função e o nível de autonomia de que desfrutou o Banco Central (RAPOSO; KASAHARA, 2010, p. 946).

O estabelecimento do BCB levou a um novo reordenamento das funções exercidas pelos atores responsáveis pela execução da política monetária. Houve uma convergência de atribuições ao BCB com uma transferência de funções que antes pertenciam à SUMOC, contudo a conexão entre o Bacen e o BB permaneceu existindo, por meio da conta-movimento.

Com a Reforma Monetária de 1964, que criou o Bacen, a estrutura das autoridades monetárias assumiu a seguinte configuração: o Bacen substituiu a Sumoc, com todas as suas atribuições, mas com importantes mudanças, quais sejam: (a) a emissão de moeda ficou sob sua inteira responsabilidade; (b) as operações de crédito ao Tesouro só poderiam ser feitas agora pelo Bacen, através da aquisição de títulos emitidos pelo Tesouro; (c) a Cared e a Camob foram abolidas, e seus valores líquidos incorporados ao Bacen; (d) o controle e a execução das operações de câmbio passaram do Banco do Brasil para o Bacen; (e) criou-se o Conselho Monetário Nacional (CMN), para substituir o Conselho da Sumoc, agora com nove membros, dos quais apenas um pertencente ao Banco do Brasil; (f) o Banco do Brasil permaneceu como agente financeiro do Governo, mas sem o privilégio de fornecer crédito ao mesmo; (g) o Bacen ficou com a possibilidade de delegar ao Banco do Brasil a função de guardar as reservas voluntárias dos bancos e de efetuar a compensação de cheques; (h) a Caixa de Amortização do Tesouro foi abolida, e a função de emitir tornou-se privilégio do Banco Central (CORAZZA, 2006, p. 6).

Ao BCB cabia a elaboração das políticas monetárias, não apenas a sua execução. A centralização administrativa da política monetária, com decréscimo da influência do BB e uma legislação melhor elaborada, não impediu que o BCB permanecesse compartilhando algumas atribuições relacionadas com o papel de autoridade monetária com o BB. Nesse cenário, a conta movimento do BB, criada em 1965, gerou diversos empecilhos ao processo de desenvolvimento do BCB, funcionando algumas vezes como uma maneira de financiamento para políticas econômicas mais heterodoxas. Junto a isso, o controle orçamentário também entrou em foco ao impactar na geração de alguns impasses nas relações que permeavam o BCB, o BB e o Tesouro. O controle orçamentário se dava através do Orçamento Fiscal (OF) e do Orçamento Monetário (OM), junto da conta movimento. O OF estava relacionado com as perspectivas de receitas e

despesas fiscais do Tesouro, enquanto o OM almejava administrar as metas de ampliação monetária (CARVALHO; OLIVEIRA; MONTEIRO, 2010; CORAZZA, 2006).

No entanto, muitas despesas nitidamente fiscais não se registravam no OF, mas, sim, no OM e na conta movimento. Dessa forma, a verdadeira crise fiscal não aparecia no OF e sequer era retratada completamente no OM. Ela se ocultava nos meandros da conta movimento, espelho das relações do Banco do Brasil com o Bacen. De fato, vários dispêndios do Tesouro estavam sendo bancados, sem ressarcimento, pelas autoridades monetárias através da articulação Tesouro Banco do Brasil – Banco Central. Ocorre ainda que a administração da dívida pública passou também para o Bacen (Lei Complementar no 12, de 08.11.81). Por essa lei, ficava o CMN autorizado a dispensar consignação de recursos orçamentários para pagamento de juros e outros encargos da dívida pública junto ao Banco Central (CORAZZA, 2006, p. 8).

A instituição contou com uma série de despesas de atribuição do Tesouro, de forma que elas se escondiam dentro do seu orçamento. Isso levou à configuração da conta movimento e à administração da dívida pública como dispositivos com vultuosos gastos e de difícil controle, com impactos inflacionários, indo de encontro com as propostas apresentadas na construção da instituição. Por mais que o controle da inflação seja uma das atribuições do BCB desde o seu surgimento, a primazia do controle inflacionário por parte da autoridade monetária oscilou conforme a conjuntura econômica e política tanto nacional como internacional. A pauta relacionada com o controle dos índices inflacionários ganhou mais relevância a partir da década de 1980, com o delinear da crise da hiperinflação, permanecendo contemporânea. Essa crise ocorreu em razão de fatores como o crescimento dos gastos públicos, do endividamento externo e diminuição do crescimento econômico, contando com diversos planos de estabilização da inflação, muitas vezes falhos.

A partir dos anos 1970, os choques do petróleo e dos juros internacionais e a redução dos fluxos financeiros foram, gradativamente, alterando as bases da bem sucedida condução da política monetária do pós-guerra. A maioria dos países do mundo ocidental passa por uma piora drástica no que diz respeito às condições que então permitiam que se perseguíssem o pleno emprego e o crescimento econômico. Inicia-se um outro ciclo, inflacionário e de menor crescimento econômico. Nesse novo contexto, a regulação das taxas de juros pelas autoridades monetárias passou a significar uma escolha trágica entre controlar a inflação ou manter o foco na manutenção do crescimento econômico e do pleno emprego, situação que intensificou a discussão política sobre a concessão de autonomia para os bancos centrais (RAPOSO; KASAHARA, 2010, p. 939).

Nesse contexto, os BCs ganharam relevância, além de maior independência tanto no âmbito econômico como político. O Brasil adentrou nesse cenário com a política monetária engajada em contribuir para a continuidade do progresso da atividade produtiva nacional, amplamente financiada pelas diretrizes governamentais. Isso contribuiu para o delineamento de

uma conjuntura marcada pelo crescimento da dívida pública e da inflação, que ficaria conhecida pela peculiaridade do caso brasileiro, a “jabuticaba”, relacionada com a inflação inercial.

Em meados da década de 1980 se iniciou um processo de reconfiguração financeira governamental. As contas de natureza fiscal que estavam inseridas dentro do OM foram deslocadas para o OF e houve uma paralisação na conta movimento, mitigando a relação entre o BB e o BCB; também houve a criação do Orçamento Geral da União, em 1987, abrangendo o OF, o OM e os Orçamentos das Estatais. Além disso, em 1988, houve a formação do Orçamento das Operações de Crédito, agrupando os créditos que anteriormente pertenciam ao OM. O Bacen foi impossibilitado de financiar o Tesouro por meio da eliminação da reserva monetária. Simultaneamente, a instituição perdeu atribuição relacionada com a gestão da política de endividamento governamental e, também, foi vedada a emissão de títulos mesmo que o manejo deles junto ao mercado ainda tenha permanecido (CORAZZA, 2006). Tais medidas convergiram para que a instituição se aproximasse de um modelo mais clássico de BC. Contudo, o problema da zeragem automática se mostrava significativo.

O principal propósito da zeragem automática consistia na busca de um controle circunstancial por parte das autoridades monetárias em relação às taxas de juros do mercado, mitigando variações consideráveis. A manutenção de certo nível de liquidez tinha por objetivo anular implicações geradas em consequência de acontecimentos com influência nas reservas dos bancos comerciais. Uma vez que tenha ocorrido a proibição de financiamento do déficit do Tesouro e de compra de títulos no mercado primário, o Bacen contornou essa conjuntura por meio de uma operação triangular abrangendo o BCB, o sistema financeiro e o Tesouro, impossibilitando o emprego da sua política de liquidez por meio da elevação dos juros, financiando o Tesouro e assegurando investimentos sem risco para o sistema financeiro (CARVALHO; OLIVEIRA; MONTEIRO, 2010; CORAZZA, 2006).

Em geral, coloca títulos em excesso, para impedir que a taxa de juros fique abaixo do nível desejado; mas, para que isso seja possível, oferece às instituições financeiras a garantia de recompra, no fim do dia, dos papéis que tenham ficado sem tomador final. Na prática, esse mecanismo permite que o Bacen coloque uma massa de títulos superior às disponibilidades de recursos a serem aplicados. As instituições aceitam essa política, porque o Bacen lhes garante os recursos não conseguidos no mercado, no fim do dia. Por outro lado, esse mecanismo permite que o Bacen fixe com mais tranquilidade a taxa de juros. Mas, com essa prática, ele acaba sancionando um verdadeiro círculo vicioso que frustra o objetivo de sua política, pois, através dela, sanciona as aplicações diárias, estimula as instituições a ampliarem sem limites suas aplicações, refinancia o Tesouro, reforça a liquidez e garante aos aplicadores alta liquidez, praticamente sem custo e sem risco (CORAZZA, 2006, p. 10).

Basicamente, por meio dela, o BCB realizava uma adequação diária das reservas do sistema bancário por meio da liquidação das posições credoras e devedoras nos portfólios de títulos públicos. Dessa maneira, a instituição, conforme as demandas de reservas, realizava a aquisição de títulos no momento em que o sistema contasse com recursos insuficientes (*oversold*) e, por outro lado, nos momentos de grande liquidez, o BCB realizava a venda de títulos para mitigar uma diminuição expressiva da taxa de juros (*undersold*).

Ao longo da década de 1980, as modificações mais relevantes ocorreram com o final da conta-movimento, em 1986, que eliminou as prerrogativas do BB como autoridade monetária, e, posteriormente, com a Constituição em 1988, que facultou ao presidente a indicação dos dirigentes do BCB, possibilitando a demissão *ad nutum*, delegando ao Senado a possibilidade de aprovar ou não as indicações. Ainda, a Constituição eliminou a possibilidade, por meio do artigo 164, do financiamento do Tesouro por parte do BCB, ou qualquer outra entidade financeira.

4.3 O NÍVEL DE INDEPENDÊNCIA DA AUTORIDADE MONETÁRIA BRASILEIRA: UMA ANÁLISE HISTÓRICA

Para Raposo e Kasahara (2010, p. 938), a conjuntura inicial e o desempenho do BCB contaram com condicionantes provenientes das políticas desenvolvimentistas empregadas pelos atores governamentais. De modo que a influência política na instituição pode ser retratada por meio das alterações institucionais empregadas no conselho monetário ao longo do desenvolvimento da autoridade monetária brasileira de acordo com os fins desejados.

Se, em um primeiro momento, em um cenário voltado para a estabilização da moeda, o governo Castelo Branco cria o Banco Central e o Conselho Monetário Nacional como instituições fortes e autônomas, em um segundo momento, durante os governos Costa e Silva, Médici e Geisel, estas mesmas instituições submetem-se ao governo e passam a promover uma política de crescimento econômico (RAPOSO; KASAHARA, 2010, p. 938).

O grau de autonomia do BCB esteve intimamente relacionado com a política econômica empregada pelos variados governos ao longo da história brasileira. De forma que uma maior variação na equipe econômica assinala uma relação visível e positiva para com uma perspectiva de aumento nos índices de preços, enquanto uma maior estabilidade no quadro dos responsáveis pela política econômica não implica obrigatoriamente em menores índices de inflação (RAPOSO; KASAHARA, 2010, p. 949).

[...] as autonomias tanto da Sumoc, quanto do Banco Central do Brasil, passaram por diferentes fases, variando, sobretudo, em relação ao aspecto cíclico da economia brasileira que, ao ter alternado políticas desenvolvimentistas com políticas estabilizadoras, alterou, conseqüentemente, a vocação e o grau de autonomia da Sumoc e do Banco Central. Assim, os períodos desenvolvimentistas foram caracterizados por altas taxas de crescimento da economia, por menor autonomia da Sumoc e do Banco Central, e por conselhos monetários mais numerosos. Por sua vez, os períodos de estabilização reclamaram bancos centrais mais autônomos e conselhos menos numerosos para enfrentar conjunturas de desequilíbrio fiscal e de altas taxas de inflação (RAPOSO; KASAHARA, 2010, p. 946).

Por mais que tenham ocorrido constantes modificações na organização das instituições e de seus conselhos, elas não contribuíram para que ocorresse um incremento efetivo no nível de independência legal do BCB. No ensaio conduzido por Cukierman, Webb e Neyapti (1992), nota-se a inexpressiva posição da autoridade monetária brasileira no quesito independência. O Brasil conta com o 64º lugar dentro de um universo de 72 países que compõem o estudo. Por meio da sua análise, chega-se à conclusão de que a independência da autoridade monetária brasileira não foi significativa no ínterim entre 1950 e 1989, apresentando índices baixos.

A tabela 3 delinea a mensuração da independência da autoridade monetária brasileira entre 1960 e 1989, muitos pontos apresentaram as notas mínimas, enquanto que outros tiveram resultados tímidos. Por mais que diversas mudanças tenham ocorrido, não se registrou alterações significativas no âmbito da independência legal. Concomitantemente, o trabalho dos autores não obteve sucesso em captar as transformações que ocorreram no final da década de 1980, em especial a formulação da Constituição de 1988.

Tabela 3 - Índice de Independência Legal do Banco Central do Brasil Conforme CWN

Nº da Variável	Descrição das Variáveis	Peso	1960-1971	1972-1980	1980-1989
1	<i>Chief Executive Officer</i> (CEO):	0.20			
a	Período de Mandato: menos de 4 anos ou a critério do nomeador.		0,00	0,00	0,00
b	Quem indica ou elege o CEO? Poder legislativo.		0,50	0,50	0,50
c	Demissão: possibilidade de demissão advinda do poder executivo.		0,00	0,00	0,00
d	O presidente executivo do BC pode assumir outros postos no Governo? Não existem regras a respeito da realização de outras atividades.		0,00	0,00	0,00

Nº da Variável	Descrição das Variáveis	Peso	1960-1971	1972-1980	1980-1989
2	Formulação da Política:	0.15			
	a Quem é responsável pela formulação da política monetária? O Banco Central apenas aconselha o Governo.		0,33	0,33	0,33
	b De quem advém a última palavra na resolução de contenciosos? O poder executivo tem prioridade incondicional.		0,00	0,00	0,00
	c Qual o papel do BC no processo orçamentário do Governo? Banco Central não tem influência.		0,00	0,00	0,00
3	Objetivos:	0.15			
	A busca pela estabilidade dos preços não consta entre os objetivos definidos na legislação da instituição.		0,00	0,00	0,00
4	Limitações a concessão de empréstimos ao Governo:	0.15			
	a Limitações de empréstimos não securitizados: Vantagens são permitidas, mas com limites estabelecidos.		0,67	0,67	0,67
	b Crédito securitizados: não constam limites legais aos empréstimos.	0.10	0,00	0,00	0,00
	c Termos de empréstimos (maturidade, juros, montante): são definidos pelo poder executivo.	0.10	0,00	0,00	0,00
	d Possíveis recebedores de empréstimo do BC: apenas o Governo Federal.	0.5	1,00	1,00	1,00
	e Os limites de empréstimos são definidos por: ações de despesa do Governo.	0.25	0,00	0,00	0,00
	f Período de vencimento dos empréstimos: sem menção a vencimentos na lei.	0.25	0,00	0,00	0,00
	g Taxas de juros dos empréstimos devem ser: a taxa de juros não é mencionada na lei.	0.25	0,25	0,25	0,25
	h O BC é proibido de vender títulos públicos no mercado primário? Não.	0.25	0,00	0,00	0,00
	Total		0,21	0,21	0,21

Fonte: Cukierman, Webb, Neyapti (1992, p. 385).

Simultaneamente, outra esfera da independência da autoridade monetária se expressa na rotatividade dos seus presidentes. Com uma maior rotatividade, verifica-se uma menor independência. Os resultados obtidos por Cukierman, Webb e Neyapti (1992) para o índice *Turnover* no caso brasileiro são apresentados na tabela 4.

A tabela 4 retrata uma rotatividade significativa de presidentes. A taxa assume como base a rotatividade anual dos diretores executivos da instituição, ou seja, a quantidade de presidentes ao longo do ano. Um menor índice assinala uma maior independência, logo, menor interferência do poder executivo.

Tabela 4 - Índice de Rotatividade de Presidentes do Banco Central do Brasil, 1950-1989

Período	1950-1989	1950-1959	1960-1971	1972-1979	1980-1989
Índice de Rotatividade	0.68	1.01	0.5	0.38	1.00

Fonte: Cukierman, Webb e Neyapti (1992, p. 365).

Esse cenário contou com significativas modificações depois da adoção do Plano Real, e, posteriormente, do Sistema de Metas para a Inflação (SMI), alterando as atribuições institucionais do BCB e provocando modificações no nível de independência da instituição. O SMI foi elementar para colocar a busca pela manutenção dos índices de preços como maior prioridade do BCB. Isso, por sua vez, influenciou a administração dos mecanismos de política monetária e alterações acerca da independência da autoridade monetária nacional.

4.4 UMA NOVA CONFIGURAÇÃO ECONÔMICA: O PLANO REAL

No decorrer dos anos 1990, o Plano Real representou uma nova perspectiva frente às especificidades da inflação brasileira, caracterizada pela ampla indexação. Por meio de instrumentos institucionais constituídos durante o período dos governos militares, os agentes econômicos buscavam a manutenção do seu poder de compra. Para isso, utilizavam-se de recursos formais e informais que acabavam, cada vez mais, por incrementar o processo inflacionário.

A discussão presente na literatura acerca da desindexação da economia se deu através de dois panoramas distintos para a administração dos preços. A primeira visão buscou mitigar a propagação do quadro inflacionário por meio do congelamento dos preços e dos salários por um determinado período de tempo com o objetivo de “remover a memória inflacionária” dos atores econômicos. Para romper com o movimento inflacionário, o governo surpreenderia os agentes econômicos, para evitar alterações prévias nos preços, com o congelamento. Isso gerou uma série de desafios para a administração pública, como a questão do controle e um incremento na demanda por bens e serviços, pois o poder de compra dos agentes econômicos tendia a aumentar (FLIGENSPAN, 2011, p. 1-3).

Por outro lado, a segunda visão contava com um maior refinamento técnico, logo, de maior complexidade. A “moeda indexada”, ou proposta “Larida”²², foi implementada em três

²² Termo construído a partir dos nomes dos formuladores da proposta, André Lara Resende e Pécio Arida.

fases. Em um primeiro momento, houve uma etapa almejando uma adequação das contas públicas para uma nova conjuntura desencadeada pelas modificações nos índices de inflação, ambicionando uma folga fiscal. Em um segundo, uma fase intermediária se configurou com o desenvolvimento de um super indexador intitulado Unidade Real de Valor (URV). Esse indicador contava com um valor que se alterava quotidianamente de acordo com a inflação diária da moeda que seria substituída. Isso, teoricamente, teria por objetivo proteger os agentes econômicos da inflação mediante o atrelamento dos seus preços à URV. A terceira fase, em 1º de julho de 1994, consistiu na substituição de moedas, ou seja, o nascimento do real, uma moeda que contaria com uma maior credibilidade, principalmente em virtude da relação entre a nova moeda e o dólar americano, esboçada na “âncora cambial” (FLIGENSPAN, 2011, p. 3).

O cenário internacional foi elementar para que os arranjos institucionais em vigor projetassem as necessidades de mudanças. A crise em razão da moratória do México, em 1994, trouxe uma significativa instabilidade para o sistema financeiro, de forma que se verificou um forte crescimento nas taxas de juros que, por sua vez, também reprimiu a atividade econômica interna. Posteriormente, com a crise asiática, em 1997, e a moratória russa, em 1998, mais uma vez, o cenário internacional imputou ao país uma fuga de capitais significativa, o incremento nas taxas de juros nacionais, o crescimento da dívida pública e queda na atividade interna.

Frente a esse cenário, ocorreu em 1º de julho de 1999, a implantação do Sistema de Metas de Inflação (SMI), uma estrutura já significativa em âmbito internacional, estando presente com eficiência em diversos países. Esse sistema se baseia na definição antecipada de uma meta de inflação, contando com um espaço de oscilação, para um determinado período de tempo, de forma que as ações da autoridade monetária contariam com maior transparência para o acompanhamento por parte da sociedade proveniente da publicidade e das ações empregadas pela instituição. Para perseguir as metas estipuladas, o instrumento utilizado ao longo do período é a taxa de juros nominal de curto prazo (FLIGENSPAN, 2011).

Nesse novo arranjo institucional, o SMI se somava à busca pelo superávit primário nas contas públicas e com a flutuação cambial, dita “suja” em razão da interferência da autoridade monetária no mercado cambial de acordo com as oscilações. A anterior variável chave câmbio cedeu lugar para a taxa de juros na busca pelo controle dos preços. A meta para a inflação é estipulada pelo CMN com dois anos de antecedência, com uma possibilidade de oscilação para mais ou menos de dois pontos percentuais. Caso algum ajuste para a meta seja demandando, a instituição logra de liberdade para fazê-lo em conformidade com as expectativas.

A fim de alcançar o alvo (“*target*”) para a inflação, o BCB contaria com uma maior autonomia operacional na sua relação com o CMN e transparência por parte das suas ações em

relação à sociedade. Contudo, caso ocorra algum comportamento inesperado, com a inflação fora das metas determinadas, faz-se necessária a elaboração de uma carta aberta por parte do BCB endereçada ao Ministro da Fazenda com os motivos de tal conjuntura, além das soluções, correções e tempo necessário para o cumprimento da meta. Por meio da tabela 5, percebe-se que majoritariamente a meta estabelecida foi atingida, mas que em alguns anos como 2001, 2002, 2003 e em 2015 ocorreram oscilações que excederam as metas.

Tabela 5 - Histórico de Metas para a Inflação no Brasil

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
1999			8	2	6 - 10	8,94
2000	Resolução 2.615	30/6/1999	6	2	4 - 8	5,97
2001			4	2	2 - 6	7,67
2002	Resolução 2.744	28/6/2000	3,5	2	1,5 - 5,5	12,53
2003*	Resolução 2.842	28/6/2001	3,25	2	1,25 - 5,25	9,3
	Resolução 2.972	27/6/2002	4	2,5	1,5 - 6,5	
2004*	Resolução 2.972	27/6/2002	3,75	2,5	1,25 - 6,25	7,6
	Resolução 3.108	25/6/2003	5,5	2,5	3 - 8	
2005	Resolução 3.108	25/6/2003	4,5	2,5	2 - 7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/6/2004	4,5	2	2,5 - 6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/6/2005	4,5	2	2,5 - 6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/6/2006	4,5	2	2,5 - 6,5	5,9
2009	Resolução 3.463	26/6/2007	4,5	2	2,5 - 6,5	4,31
2010	Resolução 3.584	01/7/2008	4,5	2	2,5 - 6,5	5,91
2011	Resolução 3.748	30/6/2009	4,5	2	2,5 - 6,5	6,5
2012	Resolução 3.880	22/6/2010	4,5	2	2,5 - 6,5	5,84
2013	Resolução 3.991	30/6/2011	4,5	2	2,5 - 6,5	5,91
2014	Resolução 4.095	28/6/2012	4,5	2	2,5 - 6,5	6,41
2015	Resolução 4.237	28/6/2013	4,5	2	2,5 - 6,5	10,67
2016	Resolução 4.345	25/6/2014	4,5	2	2,5 - 6,5	6,29
2017	Resolução 4.419	25/6/2015	4,5	1,5	3,0 - 6,0	2,95
2018	Resolução 4.499	30/6/2016	4,5	1,5	3,0 - 6,0	3,75
2019	Resolução 4.582	29/6/2017	4,25	1,5	2,75 - 5,75	
2020	Resolução 4.582	29/6/2017	4	1,5	2,5 - 5,5	
2021	Resolução 4.671	26/6/2018	3,75	1,5	2,25 - 5,25	
2022	Resolução 4.724	27/6/2019	3,50	1,5	2,00 - 5,00	

* A Carta Aberta, de 21/1/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004

Fonte: Banco Central do Brasil (2019).

Dessa maneira, verifica-se que o SMI foi determinante para a construção de um novo panorama dentro da execução da política monetária no Brasil. Além disso, esse sistema colaborou para o robustecimento das principais diretrizes sustentadas pelos defensores de uma maior independência para a autoridade monetária brasileira. O sucesso do Plano Real condicionou a inevitabilidade de delegar uma maior autonomia para a autoridade monetária utilizar os instrumentos monetários disponíveis, com base em conhecimentos técnicos, para suprir as demandas do plano. Dessa forma, como aponta Oliveira (2016, p. 3), “houve uma conversão dos objetivos e necessidades políticas em prol deste fim e a consequência disto foi à delegação de uma maior autonomia operacional à autoridade monetária brasileira”.

Leandro Padua de Oliveira (2016) elaborou uma atualização do índice construído por Cukierman, Webb e Neyapti (1992), com base no íterim de 1995 até 2015. A concretude da estabilidade de preços no país se consolidou em meados de 1994 com a adoção do Plano Real. Juntamente com a necessidade de estabilização da economia nacional, o sucesso do programa proporcionou uma necessidade de delegar à autoridade monetária uma maior autonomia na condução dos instrumentos monetários disponíveis, para que se utilizasse de conhecimentos estritamente técnicos aos quais o plano de estabilização demandava. Portanto, houve uma convergência de objetivos e necessidades políticas em prol deste fim e a consequência disto foi à delegação de uma maior autonomia operacional à autoridade monetária brasileira a partir deste ano (OLIVEIRA, 2016, p. 3).

Basicamente, os mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil são relevantes pelas formas com que influenciam nas oscilações do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), instrumento mais relevante de política monetária do BCB. Segundo Mendonça (2001), o BCB confere particular relevância para cinco instrumentos na administração da inflação no país: a taxa de juros, a taxa de câmbio, o preço dos ativos, o crédito e as expectativas.

A tabela 6 demonstra os resultados obtidos por Oliveira (2016). A última coluna representa a média simples do índice de independência legal e de rotatividade. A independência legal conta com poucas alterações no período analisado, ou seja, a estrutura legal que norteia a instituição e as diretrizes da política monetária brasileira não contou com muitas modificações importantes. A adoção do Plano Real no ano anterior ao início da análise, em 1994, trouxe mudanças consideráveis na legislação e também influenciou os resultados obtidos nos anos subsequentes. Após a sua implementação, a independência legal da instituição foi mensurada no valor de 0,2675, número que se manteve até a adoção do SMI, em 1999, segunda mudança significativa na legislação vigente. Na visão Novo-clássico, esse sistema permite o decréscimo

da volatilidade e variabilidade entre produto e emprego, proporcionando a contração das inclinações de curto prazo que almejam políticas expansionistas, atenuando a tendência de cenários inflacionários provenientes da interação dos atores governamentais. De maneira que o SMI favorece o desenvolvimento através da credibilidade, da delegação e da importância da reputação (OLIVEIRA, 2016, P. 6).

Tabela 6 - Grau de Independência do Banco Central do Brasil

Ano	Independência Legal do BC	Índice de Rotatividade no BC	Índice Final de Independência do BC
1995	0,2675	0,33100	0,2993
1996	0,2675	0,38100	0,3243
1997	0,2675	0,44700	0,3573
1998	0,2675	0,49700	0,3823
1999	0,3140	0,59075	0,4524
2000	0,3140	0,64075	0,4774
2001	0,3140	0,64075	0,4774
2002	0,3140	0,64075	0,4774
2003	0,3140	0,59075	0,4524
2004	0,3140	0,59075	0,4524
2005	0,3140	0,52475	0,4194
2006	0,3140	0,52475	0,4194
2007	0,3140	0,47475	0,3944
2008	0,3140	0,47475	0,3944
2009	0,3140	0,52475	0,4194
2010	0,3140	0,52475	0,4194
2011	0,3140	0,47475	0,3944
2012	0,3140	0,37435	0,3442
2013	0,3140	0,34900	0,3315
2014	0,3140	0,32425	0,3191
2015	0,3140	0,32425	0,3191

Fonte: Oliveira (2016, p. 49).

As causas do baixo nível estão relacionadas com o período de mandato dos presidentes do BCB, muito correlacionados com o fato de a indicação e a demissão do cargo ocorrerem por meio das decisões políticas, ou seja, a permanência no cargo ser condicionada por quem o nomeou. Com o SMI, novas mudanças levaram a um aumento na independência da instituição, mensurado em 0,3140. A busca pela estabilidade dos preços, agora assegurada por lei, foi instituída como principal objetivo a ser perseguido, colaborando para o incremento na autonomia do BCB.

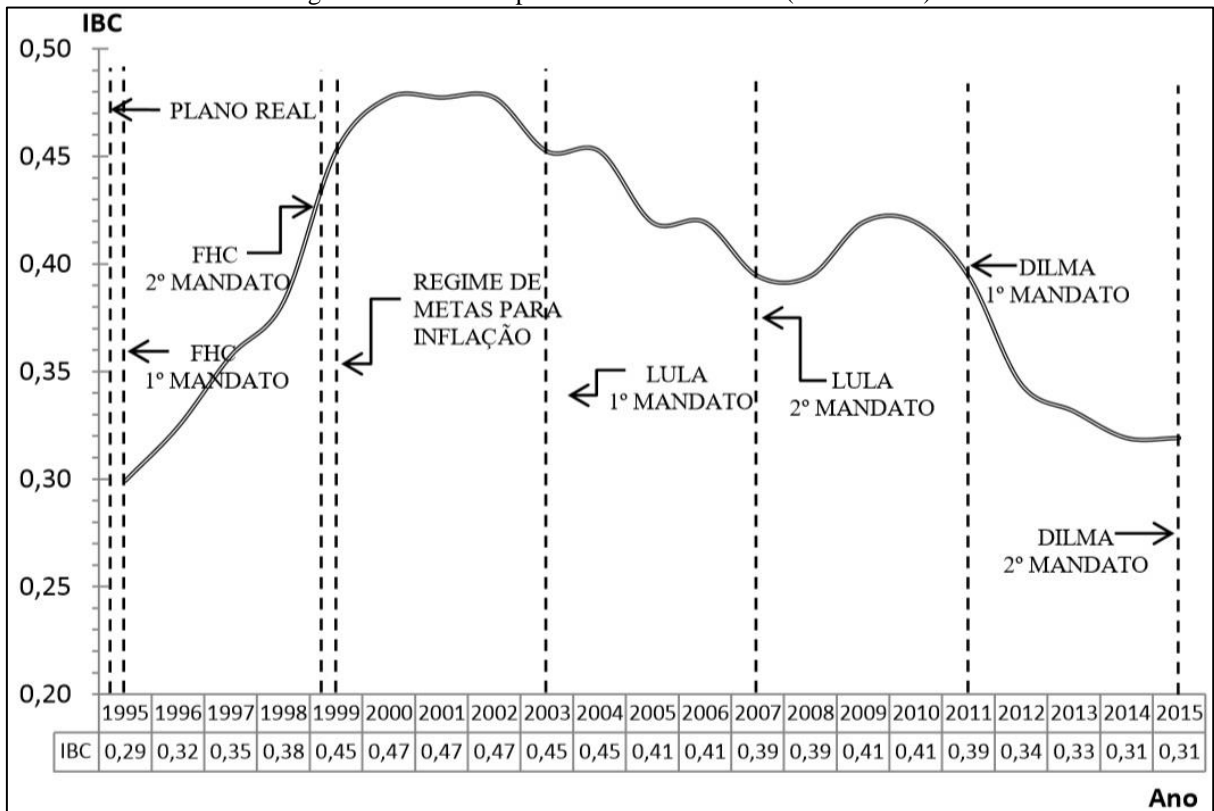
Por sua vez, o nível de rotatividade busca construir um panorama da independência real da instituição, contemplando dimensões como a atuação do BCB e a sua interação do governo e a sua direção. Essa medida cresceu no intervalo entre 1995 e 2002, segundo Oliveira (2016, p. 50) em virtude de elementos como “a redução da sobreposição dos mandatos dos presidentes do BCB em relação aos presidentes da república, as limitações quanto à concessão de empréstimos e à resolução de conflitos entre BCB e poder executivo”, levando a uma

convergência de propósitos. Contudo, em 2003, o cenário se alterou, marcando uma tendência à degradação do indicador. Os principais motivos para essa inclinação foram a grande relação entre os presidentes da república e os do BCB, provocando uma associação direta entre os dois cargos, com mandatos intimamente relacionados. O valor registrado no último ano da análise registrou um número inferior ao primeiro ano do estudo, delineando claramente a piora da situação.

Para ilustrar os resultados obtidos, Oliveira (2016), construiu a figura 1. Por meio dela, percebe-se graficamente as oscilações no nível de independência do BCB, no eixo das ordenadas, em relação ao intervalo temporal entre 1995 e 2015, no eixo das abscissas, de uma forma mais clara. Nota-se um crescimento evidente da autonomia da instituição após a implementação do Plano Real, com paulatinos acréscimos durante o mandato de Fernando Henrique Cardoso. No primeiro ano de análise, 1995, registrou-se um valor de 0,2993, enquanto que ao término do seu mandato presidencial, em 2002, o valor alcançou 0,4774, maior dentro da série registrada. Esse período foi marcado por auxílios financeiros do FMI para o Brasil e também pela instabilidade advinda do cenário internacional com a Crise do México (1995), a asiática (1997-1998) e a moratória russa (1998). Nessa conjuntura, o aumento da independência do BC pode ser relacionado com a busca por credibilidade frente aos agentes financeiros internacionais e com a atração de investimentos, buscando mitigar as grandes variações na entrada e saída de recursos do país, que se delineavam na especulação que o país viveu durante o término do período da âncora cambial e que imputava desafios para a estabilidade econômica nacional.

Na eleição de 2002, Luis Inácio Lula da Silva chegou ao poder. Em virtude do discurso político passado do presidente, com a defesa de pautas antagônicas ao interesse do mercado financeiro, houve o aumento da especulação e das incertezas em relação aos rumos da economia nacional. Com o objetivo de diminuir a agitação dos agentes econômicos, empregou-se uma estratégia política objetivando tranquilizar o mercado, a Carta ao Povo Brasileiro foi uma dessas medidas.

Figura - Grau de independência Final do BCB (1995 - 2015)



Fonte: Oliveira (2016, p. 52).

A busca pela credibilidade foi elementar no início do mandato de Luís Inácio Lula da Silva, com a manutenção da política econômica de Fernando Henrique Cardoso, com uma equipe econômica mais conservadora. O cenário internacional foi muito favorável no decorrer do seu mandato, com resultados externos notáveis. Contudo, houve um decréscimo no grau de independência do BC, com uma momentânea recuperação que acabou se revertendo com a mudança no comando do poder executivo.

No período entre 2008 e 2010, verificou-se um aumento da independência do BC. Mais uma vez, a conjuntura era marcada por uma crise financeira oriunda do cenário externo, com os agentes econômicos mais cautelosos, buscando a melhor alocação dos seus recursos. Nesse cenário, a adoção de um BC mais independente poderia ser um fator simpático à decisão de investimento por parte dos agentes financeiros internacionais no país.

Por sua vez, Dilma Rousseff acentuou o movimento de queda, com dificuldades na solução de empecilhos que provocaram uma diminuição na confiança do mercado financeiro e da sociedade, de forma que ao final do período o nível de independência do BCB foi mensurado em 0,3191, resultado inferior ao início do seu mandato, 0,3944, e ao de todo período do governo antecessor.

Dessa maneira, mesmo no ápice do período de análise, a independência do BCB não logrou alcançar nem a metade do possível nível de aferição máximo do método. Com isso, constata-se que o BCB ainda continua apresentando características de um BC dependente de aspectos exógenos à instituição e ao seu objetivo de promover o nível geral de preços. Além disso, as metas para inflação proporcionam uma menor volatilidade em um determinado horizonte temporal, mitigando as possibilidades de influência de ambições no curto prazo em favor da implementação de alguma política expansionista, diminuindo a tendência inflacionária. Nesse contexto, a credibilidade, reputação e delegação da autoridade monetária são pontos chaves para compreender a tese que dá sustentação à busca de um BCI.

Em busca de verificar a correlação entre as variáveis que compõem os mecanismos de transmissão da política monetária no país, Oliveira (2016) realizou um teste de correlação em relação ao período de análise. No âmbito das variáveis da independência do BC e do IPCA, o resultado foi -0,23, constatando-se uma relação inversa, porém, não significativa, indo de encontro com a experiência verificada por estudos anteriores a respeito de países desenvolvidos. Simultaneamente, para examinar a conexão presente entre as duas variáveis, o autor elaborou uma análise de causalidade de Granger e uma para variáveis cointegradas. Aproximadamente em todos os casos ao longo de seis defasagens houve a aceitação das hipóteses nulas, ou seja, a autonomia entre as variáveis, a não causalidade entre a independência do BCB e os índices contidos no IPCA no período entre 1995 e 2015.

O único caso no qual a hipótese nula foi rejeitada foi no teste com defasagem igual a 6, com uma causalidade unidirecional para com a independência do BCB e a inflação (OLIVEIRA, 2016, p. 62). Contudo, em todos os outros casos houve a aceitação da hipótese nula. Já no teste de causalidade para variáveis cointegradas, em todos os eventos se percebe a não causalidade entre as variáveis do teste entre inflação e a independência do BC. Conseqüentemente, o trabalho do autor denota a não existência de uma correspondência negativa relevante entre a inflação e o nível de independência do BCB, percebendo-se a não causalidade das duas variáveis. Isso vai ao encontro das conclusões de Cukierman, Webb e Neyapti (1992) para os países em desenvolvimento, que se distinguem dos desenvolvidos.

Assim, percebe-se que o desenvolvimento da autoridade monetária brasileira foi permeado por diversos fatores, como as interferências políticas, e que a independência da instituição nunca foi uma realidade concreta. Frente a isso, a tendência de adoção de um BCI não se explica somente pela busca de melhores índices inflacionários, mas sim por um conjunto de fatores que permeiam elementos como a credibilidade, as expectativas e transparência da instituição.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho procurou construir um panorama do debate presente na literatura econômica a respeito da Tese de Independência do BC, além de esboçar uma análise de como o cenário internacional condiciona e é condicionado pelo nível de independência das autoridades monetárias. Além disso, almejou-se elaborar um exame do processo de constituição do BCB com foco nas oscilações do seu grau de independência.

Em vista desses objetivos, no primeiro capítulo foram apresentados os principais argumentos de acordo com o pensamento ortodoxo, representado na Escola Novo-Clássica, e o heterodoxo, pela Escola Pós-Keynesiana. Por mais que exista uma vasta discussão a respeito do tema, não se verifica uma unanimidade, de maneira que o assunto permanece contemporâneo, mesmo que os primórdios da discussão sejam oriundos do século XX. Além disso, procurou-se elucidar a metodologia empregada por Cukierman, Webb e Neyapti (1992) para a mensuração do nível de independência dos BCs, com o objetivo de enquadrar a experiência brasileira.

A partir de uma orientação mais ortodoxa, perspectiva adotada pelo autor para a elaboração do trabalho, no segundo capítulo houve um aprofundamento acerca de como alguns fatores internacionais condicionam e são condicionados pela tomada de decisão a favor da adoção dos BCIs, uma vez que o grande crescimento no número de instituições mais independentes no decorrer da década de 1990 trouxe impactos para a configuração estatal de diversos países ao redor do globo. Assim, procurou-se construir um exame sobre o dilema existente na lógica social contida na delegação de uma maior independência para as autoridades monetárias nacionais. Além disso, destacou-se o papel da tecnocracia dentro desse processo, uma interpretação da visão dos investidores estrangeiros e a influência de organismos internacionais, com ênfase no FMI que, ainda que contasse com orientações tenazes, não representavam imposições aos governos.

Na terceira parte do trabalho, examinou-se o contexto de criação da autoridade monetária nacional brasileira. Por mais que o BCB tenha surgido tardiamente, em relação aos demais países latino americanos, ele foi paulatinamente conquistando espaço dentro do cenário econômico nacional e adquirindo contornos cada vez mais pertinentes à elaboração da política monetária. Simultaneamente, as distintas inclinações de política econômica que ocorreram ao longo do processo de desenvolvimento e consolidação do BCB influenciaram a autonomia da instituição, junto da possibilidade de ação advinda do suporte político para com os agentes encarregados das tomadas de decisões econômicas.

Por meio da análise histórica e dos dados obtidos através dos trabalhos de Cukierman, Webb e Neyapti (1992) e Oliveira (2016) foi possível aferir que o BCB não apresentou como característica ao longo da sua história a independência frente aos outros poderes e que as intervenções políticas, ilustradas nas relações com o executivo, foram constantes. Ademais, um dos principais argumentos a favor da implantação de BCIs, a relação negativa entre a inflação e independência do BC, não se verifica no caso brasileiro, um país em desenvolvimento, indo de encontro com a conjuntura verificada em países desenvolvidos

Por mais que o índice construído por Cukierman, Webb e Neyapti (1992) não tenha registrado, ou não tenha considerado, as mudanças no final da década de 1980 com o final da Conta Movimento e as alterações institucionais provenientes da promulgação da constituição de 1988, o trabalho de Oliveira (2016) elucidou os avanços significativos que ocorreram no âmbito da política econômica. As mudanças mais relevantes ao longo da década de 1990 foram a implementação do Plano Real e o SMI, quando houve o crescimento do debate brasileiro a respeito da independência do BC. Por meio do trabalho de Oliveira, foi possível conjecturar as consideráveis oscilações registradas no grau de independência do BCB, ilustrando que o baixo nível de independência que a autoridade monetária brasileira conta, comparando-se às variáveis que compõem o índice de mensuração.

A defesa de uma maior independência para a instituição se explica através de um agregado de fatores, entre eles o cenário internacional, as influências dos investidores e das práticas consagradas internacionalmente, como o SMI que possibilitou uma maior delegação de autonomia para o BCB, uma vez que a busca pela manutenção do nível geral de preços se tornou o grande norte da instituição, contando com melhorias legais no auxílio de tal meta, além de favorecer o aperfeiçoamento da credibilidade, da delegação e da reputação do BCB. Além disso, percebeu-se que, em conjunturas marcadas por crises internacionais, como as que ocorreram a partir da segunda metade dos anos 1990 e em 2008, a autonomia do BCB contou com um período de crescimento, alcançando os maiores índices já registrados.

Porém, nota-se que o BCB continua com alguns âmbitos decisórios fora da sua estrutura. Por mais que a instituição conte com uma autonomia operacional, algumas adversidades administrativas ainda permanecem, como a decisão da meta de inflação a ser seguida advir do CMN e o mandato do presidente do BCB contar com interferências consideráveis advindas do poder executivo.

Dessa forma, por mais que a interação negativa entre o incremento de autonomia e independência do BC e inflação não se verifique, um BCI ainda é interessante para a conjuntura brasileira, em virtude do histórico de interferências na formulação das políticas monetárias que

ocorreram na autoridade monetária ao longo da sua história e também pelos fatores advindos do cenário internacional. Nesse contexto, ao assumir uma perspectiva mais alinhada com os ideais da Escola Novo-Clássico, percebe-se a necessidade de não possibilitar aos atores políticos o uso discricionário da política monetária, de forma a promover à diminuição de temores e incerteza por meio de regras e estipulações explícitas e de amplo conhecimento, no qual a busca pela manutenção no índice geral de preços deve ser o objetivo a ser seguido, procurando mitigar as expectativas negativas e incertezas dos agentes econômicos.

REFERÊNCIAS

- ALESINA, A. Politics and business cycles in industrial democracies. **Economic Policy**, Cambridge, MA, v. 4, n. 8, p. 57-98, 1989. Disponível em: <http://homepage.ntu.edu.tw/~kslin/macro2009/Alesina%201989EP.pdf>. Acesso em: 14 nov. 2019.
- ALESINA, A.; SUMMERS, L. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: some comparative evidence. **Journal of Money, Credit and Banking**, Ohio, v. 25, p. 151-162, May 1993. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2077833>. Acesso em: 26 jun. 2019.
- BADE, R.; PARKIN, M. **Central Bank laws and monetary policy**. Ontario: University of Western Ontario, Department of Economics, 1985.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin). **Funções do Banco Central do Brasil**: informações até outubro de 2016. Brasília, DF: Banco Central, 2016. 33 p. il. color. (Série Perguntas Mais Frequentes). Este fascículo faz parte do Programa de Educação Financeira do Banco Central do Brasil. Disponível em: https://webmail.ufrgs.br/chasque/?_task=mail&_action=get&_uid=436080&_mbox=INBOX&_part=2. Acesso em: 27 set. 2019.
- BARRO, R. J.; GORDON, D. B. A positive theory of monetary policy in a natural-rate model. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 91, n. 4, p. 589-610, Aug 1983. Disponível em: <http://web.uconn.edu/ahking/BarroGordon83.pdf>. Acesso em: 23 maio 2019.
- BARRO, R. J.; GORDON, D. B. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. **Journal of Monetary Economics**, Amsterdam, v. 12, n. 1, p. 101-121, 1983.
- BELARMINO, K. **A influência do setor financeiro nos rumos políticos das democracias latino-americanas**. 2015. 106 f. Dissertação (Mestrado em Ciência Política) - Instituto de Estudos Sociais e Políticos, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2015.
- BLINDER, A. S. **Central banking in theory and practice**. Cambridge: MIT, 1998.
- BODEA, C.; HICKS, R. International finance and central bank independence: institutional diffusion and the flow and cost of capital. **Journal of Politics**, Austin, v. 77, n. 1, p. 268-284, jan. 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1086/678987>. Acesso em: 10 nov. 2019.
- CARVALHO, C. E. Ocultamento e mistificação nas relações do Banco Central com os bancos: notas sobre a experiência brasileira. **Política e Sociedade**, Florianópolis, v. 1, n. 6, p. 195-220, 2005.
- CARVALHO, C. E.; OLIVEIRA, G. C.; MONTEIRO, M. B. O Banco Central do Brasil: Institucionalidade, relações com o estado e com a sociedade civil, autonomia e controle democrático. **IPEA**: texto para discussão, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1518, p. 1-73, dez. 2010.

CARVALHO, F. J. C. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 4ª reimpressão. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CARVALHO, F. J. C. The independence of central banks: a critical assessment of the arguments. **Journal of Post Keynesian Economics**, Armonk, v. 18, n. 2, p. 159-175, 1996. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/01603477.1995.11490066>. Acesso em: 26 jun. 2019.

CARVALHO, F. J. C. A independência do Banco Central e a disciplina monetária: observações críticas. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 15, n. 4, p. 134-141, out./dez. 1995.

CORAZZA, G. O Banco Central do Brasil: evolução histórica e institucional. **Perspectiva Econômica**, São Leopoldo, v. 2, n. 1, p. 1-23, jan./jun. 2006. Disponível em: http://revistas.unisinus.br/index.php/perspectiva_economica/issue/view/226. Acesso em: 14 nov. 2019.

CORAZZA, G. **A interdependência dos bancos centrais em relação ao governo e aos bancos privados**. 1995. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade de Campinas, Campinas, 1995.

CROCCO, M.; JAYME JÚNIOR, F. G. **Independência e autonomia do Banco Central: mais sobre o debate**. Belo Horizonte: UFMG/CEPLAR, 2003.

CROWE, C; MEADE, E. E. The evolution of Central Bank governance around the world. **Journal of Economic Perspectives**, Pittsburgh, v. 21, n. 4, p. 69-90, Fall 2007. Disponível em: <http://www-jstor-org.ez45.periodicos.capes.gov.br/stable/30033752> . Acesso em: 9 ago. 2019.

CROWE, C. G. Independent central banks: why politicians decide to delegate. **European Journal of Political Economy**, Amsterdam, v. 24, n. 4, p. 748-762, 2008.

CUKIERMAN, A. Central Bank independence and monetary policymaking institutions: past, present and future. **European Journal of Political Economy**, Amsterdam, v. 24, n. 4, p.722-736, Dec. 2008.

CUKIERMAN, A.; WEBB, S. B.; NEYAPTI, B. Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. **The World Bank Economic Review**, Philadelphia, v. 6, n. 3, p. 353-398, 1992.

ESTRELA, M. A. **Moeda, sistema financeiro e Banco Central: uma abordagem prática e teórica sobre o funcionamento de uma autoridade monetária no mundo e no Brasil**. Rio de Janeiro: Fundação CESGRANRIO, 2011.

FICHER, S. Central Bank Independence revisited, How independent should the Central Bank be? **The American Economic Review**, Nashville, v.8, n.2, maio 1995.

FLIGENSPAN, F. **Plano Real: da estabilidade à necessidade de crescer**. Porto Alegre, UFRGS, 2011.

FREITAS, M. C. P. Banco Central independente e coordenações das políticas macroeconômicas: lições para o Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 15, n. 2, p. 269-293, ago, 2006.

FRIEDMAN, M. Should there be an independent monetary authority? **Dollars and Deficits**. New Jersey: Prentice Hall, 1968.

GERTZEK-RAPPORT, O.; LEVI-FAUR, D.; MIODOWNIK, D. **The global diffusion of Central Bank independence**: simulating and extending kingdon's streams model. Trabalho apresentado na "The diffusion of policies and institutions", Nicosia, Chipre, 25-30 Apr. 2006. Disponível em: <https://ecpr.eu/Filestore/PaperProposal/ec47cffb-5ca6-45d6-8d1d-195673b89f09.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2019.

GOLDSTEIN, M. **IMF structural conditionality**: how much is too much? Washington, DC: Institute for International Economics, 2001. (Working Paper n. 1-4).

GOODHART, A.; VIALS, J. What Should Central Banks Do? What Should Be Their Macroeconomic Objectives and Operations? **Economic Journal**, Cambridge, v. 104, n. 426, p. 1424-36, 1994.

GRILLI, V.; MASCIANDARO, D.; TABELLINI, G. Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries. **Economic Policy**, Cambridge, MA, v. 6, n. 13, p. 341-392, Oct. 1991. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/1344630> . Acesso em: 14 nov. 2019.

HOWELLS, P. **Independent central banks**: some theoretical and empirical problems? Bristol: UWE Bristol, Bristol Business School, Center for Global Finance, 2009. (Working Paper).

JÁCOME, L. I. **Legal central bank independence and inflation in Latin America during the 1990s**. International Monetary Fund, Dec. 2001. (IMF Working Papers). Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/Legal-Central-Bank-Independence-and-Inflation-in-Latin-America-During-the-1990s-15509>. Acesso em: 9 out. 2019.

KENTIKELÉNIS, A. E.; STUBBS T. H.; KING, L. P. IMF conditionality and development policy space, 1985–2014, **Review of International Political Economy**, London, v. 23, n. 4, p. 543-582, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/09692290.2016.1174953>. Acesso em: 9 out 2019.

KEOHANE, R. O. **International institutions and state power**. Boulder: Westview, 1989.

KEOHANE, R. O.; NYE, J. S. **Power and interdependence**. 4th ed. Boston: Longman, 2012. 330 p.

KERN, A.; RAU-GÖHRING, M.; REINSBERG, B. IMF conditionality and central bank independence, **European Journal of Political Economy**, Amsterdam, v. 59, p. 212-229, Sept. 2019. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2019.03.002> . Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0176268018304890?via%3Dihub>. Acesso em: 8 out. 2019.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. **Journal of Political Economic**, Chicago, v. 85, n. 3, p. 473-492, June 1977. Disponível em: <https://casee.asu.edu/upload/Prescott/1977-Kydland-JPE-Rules%20Rather%20than%20Discretion%20The%20Inconsistency%20of%20Optimal%20Plans.pdf>. Acesso em: 8 out. 2019.

McNAMARA, K. Rational fictions: Central Bank independence and the social logic of delegation. **West European Politics**, London, v. 25, n. 1, p. 47-76, Jan. 2002. DOI: <https://doi.org/10.1080/713601585>. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/248944093_Rational_Fictions_Central_Bank_Independence_and_the_Social_Logic_of_Delegation. Acesso em: 8 out. 2019.

MATTA, L. A. **Em busca da autonomia operacional do Banco Central do Brasil como instrumento de estabilização da moeda**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) - Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Fundação Getúlio Vargas (FGV), Rio de Janeiro, 2003.

MAXFIELD, S. **Gatekeepers of growth: the international political economy of central banking in developing countries**. Princeton: Princeton University, 1998. 192 p.

MENDONÇA, H. F. Independência do Banco Central e coordenação de políticas: vantagens e desvantagens de duas estruturas para estabilização. **Revista de Política Econômica**, Rio de Janeiro, v.23, n.1, p. 109-120, mar. 2003.

MENDONÇA, H. F. Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 16, p. 65-81, jun. 2001.

MENDONÇA, H. F. A teoria da independência do Banco Central: uma interpretação crítica. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v.30, n.1, p. 101-127, jan./mar. 2000.

MOLLO, M. L. R. A Questão da independência do Banco Central: reflexões teóricas para a formulação das políticas econômicas. **Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 7, p.333-357, jul. 2003.

NORDHAUS, W. The political business cycle. **Review of Economic Studies**, Oxford, v. 42, n. 2, Apr. 1975, p. 169-190. DOI: <https://doi.org/10.2307/2296528>.

OLIVEIRA, L. P. **Independência do Banco Central Brasileiro e taxa de inflação no período 1995 a 2015**. 2016. 76 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Federal de Viçosa, Viçosa, 2016.

OREIRO, J. L. Economia pós-keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 32, n. 2, p. 283-312, 2011.

PERES, H. F. O debate entre Neorrealismo e Neoliberalismo. **Revista Intersaberes**, Curitiba, ano 4, n. 7, p. 69-88, jan./jun. 2009.

- POLILLO, S.; GUILLÉN, M. F. Globalization Pressures and the State: The Worldwide Spread of Central Bank Independence. **American Journal of Sociology**, Chicago, v. 110, n. 6, p. 1764-1802, 2005.
- POSEN, A. Central Bank independence and disinflationary credibility: a missing link. **Oxford Economic Papers**, Oxford, v. 50, n. 3, July, 335-59, 1998.
- POSEN, A. Why Central Bank independence does not cause low inflation: there is no institutional fix for politics. **Finance and the International Economy**, Oxford, v. 7, p. 40-65, 1993.
- RAPOSO, E. V.; KASAHARA, Y. Instituições fortes, moeda estável e Banco Central do Brasil autônomo. **Dados**, Rio de Janeiro, v. 53, n. 4, p. 921-958, 2010. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0011-52582010000400005&lng=en&nrm=iso. Acesso em: 10 nov. 2019.
- RIGOLON, F. J. R. Independência do Banco Central: teoria e aplicações para o Brasil. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 28, n. 2, p. 399-432, ago. 1998.
- ROGOFF, K. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. **Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, MA, n. 100, p. 1169-1190, Nov. 1985.
- SAMUELSON, P.; WALLACE, R. M. Analytical aspects of anti-inflation policy. **American Economic Review**, Nashville, v. 50, p. 177-184, May 1960.
- SARFATI, Gilberto. **Teoria de relações internacionais**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. 383 p.
- SEGALOTTO, J.; ARNONE, M.; LAURENS, B.; Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence for OECD, Developing and Emerging Market Economies. **IMF Working Paper**, Washington, DC, n. 228, p. 1-38, out. 2006.
- SCHNEIDER, B. R. The material bases of technocracy: Investor confidence and neoliberalism in Latin America. In: CENTENO, M. A.; SILVA, P. (ed.). **The Politics of Expertise in Latin America**. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 1998. p. 77-95. (Latin American Studies Series). DOI: 10.1007/978-1-349-26185-7
- SCOTT, R. W.; MEYER, J. (org.). **Institutional environments and organizations: structural complexity and individualism**. Thousand Oaks: Sage, 1994. 334 p.
- SVENSSON, L.E.O. Optimal inflation targets, “conservative” central banks, and linear inflation contracts. **American Economic Review**, Nashville, v. 87, n.1. p. 98-114, Mar. 1997
- TORREZAN, R. G.; SILVA, G.; A.; SOARES, D. A. M.; STRACHMAN, E. Independência do Banco Central: uma crítica sob a perspectiva pós-keynesiana de seus pressupostos e objetivos. **Economia Ensaios**, Uberlândia, v. 31, n. 2, p. 63-82, 2017.

VARGAS, J.; BRAZIL, H. A questão da independência do Banco Central: uma análise do caso brasileiro. **Economia Ensaios**, Uberlândia, v. 32, n. 1, p. 186-216, 2017. DOI: <http://dx.doi.org/10.14393/ree-v32n1a2017-8>. Disponível em: <http://www.seer.ufu.br/index.php/revistaeconomiaensaios/article/view/34816>. Acesso em: 9 ago. 2019.

WALSH, C. Optimal contracts for central bankers. **American Economic Review**, Nashville, v. 85, n. 1, p. 150-167, Mar. 1995.