

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – RJ  
ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA  
CENTRO DE FORMAÇÃO ACADÊMICA E PESQUISA  
CURSO DE MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA

**EM BUSCA DA AUTONOMIA  
OPERACIONAL DO BANCO CENTRAL  
DO BRASIL COMO INSTRUMENTO  
DE ESTABILIZAÇÃO DA MOEDA**

DISSERTAÇÃO APRESENTADA À ESCOLA  
BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA  
PARA A OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRE  
EM ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA

**LEANDRO AMARAL MATTA**

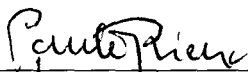
Rio de Janeiro

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA  
CENTRO DE FORMAÇÃO ACADÊMICA E PESQUISA  
CURSO DE MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA

EM BUSCA DA AUTONOMIA OPERACIONAL DO BANCO CENTRAL DO BRASIL  
COMO INSTRUMENTO DE ESTABILIZAÇÃO DA MOEDA

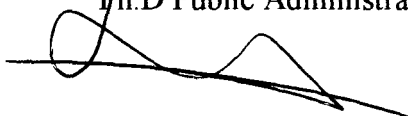
DISSERTAÇÃO DE MESTRADO APRESENTADA POR  
LEANDRO AMARAL MATTA

E  
APROVADA EM  
PELA COMISSÃO EXAMINADORA



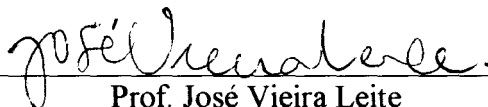
---

Prof. Paulo Reis Vieira  
Ph.D Public Administration



---

Profª. Deborah Moraes Zouain  
Doutora em Engenharia da Produção



---

Prof. José Vieira Leite  
Doutor em Engenharia da Produção

## **AGRADECIMENTOS**

O autor agradece a todos aqueles que contribuíram direta ou indiretamente para que este trabalho pudesse ser realizado, e em especial:

- ao Professor Doutor Paulo Reis Vieira, que com sua vasta experiência acadêmica, soube estimular e construir em conjunto esta dissertação;
- aos professores e colegas de mestrado da EBAPE/FGV, que comigo compartilharam esta jornada;
- aos colegas do Banco Central do Brasil, que souberam compreender a importância desta etapa para meu desenvolvimento profissional ;
- à minha esposa e meu filho, pela compreensão, estímulo e companheirismo ao longo desta jornada;
- e por fim, à Prof<sup>a</sup> Deborah Moraes Zouain, pela receptividade a todas as nossas demandas.

## RESUMO

Os Bancos Centrais têm, como função principal, zelar pela moeda, de modo a assegurar a estabilidade financeira de seus países. A partir de tal premissa, buscaremos demonstrar que o Banco Central do Brasil necessita de autonomia operacional, a ser regulamentada em lei, a fim de cumprir com sua missão, que é de natureza essencialmente técnica.

Em que pese o fato de questão de se implementar, no Brasil, um Banco Central dotado de autonomia não ser consensual, buscaremos demonstrar as vantagens deste modelo, como fator de obtenção de estabilidade monetária.

No Brasil, o Banco Central (BACEN), além de arcar com uma enorme gama de atribuições, encontra-se sujeito a pressões governamentais, em face de projetos de curto prazo, não necessariamente compatíveis com a tarefa de estabilização monetária, que pode requerer uma atuação de longo prazo.

A autonomia desejada para o BACEN não significa que ele venha a se tornar independente, pelo contrário, uma vez que ele terá que assumir a responsabilidade de atingir metas pré-determinadas pelo Governo, obrigando-se a prestar contas de sua atuação à sociedade, de modo transparente. Para tanto, é preciso que ele seja dotado de autonomia administrativa, orçamentária e operacional, dentro de limites estabelecidos por lei.

Ao destacarmos a autonomia do BACEN, trazemos a tona um fator pertinente à questão que é inflação. Trata-se de um processo que corrói a economia, e, quando se torna crônica,

como vinha ocorrendo no Brasil até os anos 90, leva à instabilidade e dificulta um planejamento de longo prazo. A necessidade de se controlar a inflação, em muitos países, levou-os a adotar uma política monetária com metas inflacionárias – *Inflation Targeting*.

Os países que adotaram o regime de metas inflacionárias conferiram autonomia aos seus Bancos Centrais, pois tanto mais autonomia, tanto mais credibilidade. Desta forma, países como o Chile, a Nova Zelândia, a Alemanha e os demais países que compõem a União Européia lograram controlar a inflação.

Para que o BACEN cumpra com o que lhe compete, exercendo eficientemente o seu papel, é curial, portanto, que seja dotado de autonomia orçamentária, administrativa e operacional, devendo ser regulamentado o art. 192 da Constituição Federal, através de Lei Complementar.

Uma vez assegurada legalmente a autonomia de que o Banco Central do Brasil necessita, ter-se-á um meio valioso de controle da inflação, assegurando a estabilidade da moeda e permitindo que o desenvolvimento seja implementado no prazo adequado, permitindo um planejamento estratégico de longo prazo para o país.

## **ABSTRACT**

Central Banks have as first mission to be the guard of the money power, in order to guarantee finances stability of their countries. From that premise, it will be demonstrated how much The Brazil Central Bank (BACEN) needs to get autonomy, in order to accomplish its mission, which has a special technical nature.

Even the question about to set an autonomous BACEN does not be pacific, in terms of consensus, we shall try to expose that model advantages, as an important way to monetary stability.

In Brazil, besides BACEN have a lot of functions, it is submitted to the government, and many times there are pressures, because sometimes government plans, being to be realized at short time, are not so compatible with monetary stability, principally when an actuation at long term is needed.

The autonomy we commend to BACEN does not mean absolute independence, however. It will get the responsibility to allow the right marks adopted by the government, and will must to render account about its actuation, that must be absolutely transparent. In order to do what it must do, BACEN need be given administrative, budgetary and operational autonomy. Of course BACEN powers will be limited by legal barriers.

When detaching the autonomy of the BACEN, we bring tona a pertinent factor to the question that is inflation. ProcessoAo is about one to detach the autonomy of the BACEN,

brings tona a pertinent factor to the question that is inflation. One is about a process is very bad, because it destroys gradually the Economy, and when that becomes to be chronic, as in Brazil till 90ths years, that causes instability, disturbing administrative planning, unless those realized at very short time. The need to get over control the inflationary process that occurred in last decades, in many countries, lead to some changes and setting a monetary politics based in Inflation Targeting.

In those countries where Inflation Targeting was adopted, at same time occurred also an increase in Central Banks independence. The more autonomy they have, the more credibility the get. Countries that turned theirs Central Banks autonomous got more success to get over inflation control, as Chile, New Zeeland, which Bank control is the most rigidity. Germany also adopted that system, and the twelve countries that compose the Europe Union too.

If we need an efficient BACEN, by assuring it can be able to accomplish their functions, it is fundamental it has given budgetary, administrative and operational autonomy. It means it needs to rule the 192 article of the Federal Constitution, through a Complement Law.

When BACEN have assured by law the autonomy it needs, there will be a valuable way to put inflation over control, and in consequence, Brazil may get stability, in order to promote a development in right time, by an strategic planning at long terms.

<b>SUMÁRIO</b>	
<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>01</b>
<b>1. BANCO CENTRAL DO BRASIL</b>	<b>05</b>
1.1. A formação histórica dos Bancos Centrais	05
1.2. A construção do Banco Central do Brasil	07
1.3. O período da grande dependência	16
<b>2. A ESTABILIZAÇÃO DE PREÇOS</b>	<b>21</b>
1.1. Estabilidade de Preços	21
1.2. As metas inflacionárias	31
1.3. O processo de estabilização da moeda	38
<b>3. BANCO CENTRAL E A AUTONOMIA OPERACIONAL</b>	<b>53</b>
3.1. Conceitos e definições	53
<b>4. ABORDAGEM COMPARATIVA</b>	<b>64</b>
4.1. O Processo no Chile	65
4.2. O Processo na Alemanha	68
4.3. O Processo na Nova Zelândia	73
4.4. O Brasil na Busca do Processo de Autonomia	76
<b>5. DISCUSSÃO SOBRE AUTONOMIA OPERACIONAL DO BACEN</b>	<b>90</b>
5.1. Gustavo Loyola	93
5.2. Guido Mantega	95
5.3. Delfim Netto	96
<b>CONCLUSÃO</b>	<b>98</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>103</b>
<b>ANEXO I</b>	<b>110</b>



**LISTA DE FIGURAS**

<b>FIGURA 1: A Estratégia de Política Monetária do Banco Central Orientada para a Estabilidade</b>	<b>72</b>
<b>FIGURA 2: Níveis de Autonomia Operacional</b>	<b>80</b>



## INTRODUÇÃO

Até o final da década de 1980, o papel dos Bancos Centrais, principalmente na América Latina, era passivo. Essa passividade caracterizava-se através da relação de obediência: os respectivos governos tomavam as decisões mais importantes sobre política monetária, enquanto os Bancos Centrais apenas executavam tais medidas.

No entanto, a idéia de se constituir Bancos Centrais autônomos recrudesciu entre países que vivenciaram inflações muito altas, incluindo o Brasil. Assim, surgiu uma visão de que a autonomia operacional destes é fator desejável, quando se objetiva estabilidade e confiabilidade da moeda, uma vez ser notório o reconhecimento dos benefícios econômicos e sociais proporcionados pela estabilidade dos preços.

A dramática experiência com a elevação de preços nas décadas de 1970 e 1980 levou o Brasil a tornar-se mais consciente e sensível em relação aos efeitos adversos da inflação sobre o nível do emprego e do crescimento econômico. A política monetária necessita ter credibilidade e, para tanto, suas decisões precisam ser executadas separadas de um controle político direto, onde prevalecem medidas de curto prazo.

Na década de 80, o processo inflacionário brasileiro implicou no reconhecimento dos efeitos da aplicabilidade das políticas fiscais e salariais financiadas por políticas monetárias expansionistas, que eram as responsáveis pelo crônico desequilíbrio externo e interno, favorecendo o crescimento da inflação, evoluindo assim para hiperinflação.

Desta perspectiva, a autonomia operacional dos Bancos Centrais pode ser vista como reação às experiências negativas desse expansionismo monetário e como tentativa de institucionalizar mecanismos fundamentais para a garantia da estabilidade econômica das respectivas regiões.

O presente estudo centra-se na ampliação da discussão sobre a viabilidade de se constituir o Banco Central do Brasil (Bacen) com autonomia operacional, como ocorre em outros países. Através do gerenciamento autônomo poderemos vislumbrar a efetivação da estabilidade monetária. Este instrumento de estudo visa à demonstração de que esta condição de operacionalização é importante para a economia brasileira, uma vez que o Banco poderá estar voltado para as questões de políticas baseadas em planos de longo prazo, ressaltando assim a estabilidade da moeda brasileira.

Entretanto, a questão da autonomia operacional nos Bancos Centrais, embora bastante difundida, não constitui uma unanimidade. Vários países europeus vivenciaram anos contínuos de estabilidade de preços sem a presença de Bancos Centrais autônomos. Por outro lado, o que podemos dizer com mais propriedade é que a autonomia operacional representa forte mudança institucional, que cria elementos formais propícios em favor de política voltada para a estabilidade de preços, em especial, para as que adotam regime de metas inflacionárias.

Assim, tomamos como meta para o presente estudo apresentar subsídios para compreendermos o universo de Bancos Centrais com autonomia operacional, em especial, verificando a possibilidade de transformação da autonomia no caso brasileiro.

A apresentação deste trabalho encontra-se organizada da seguinte forma: cinco capítulos principais, os quais possuem subdivisões para que a construção do texto se torne de fácil discernimento.

O primeiro capítulo apresenta fundamentos históricos sobre a formação dos Bancos Centrais, dispensando maiores explicações para a constituição do Bacen. Como a própria evolução dos Bancos Centrais está ligada à questão do poder emissor, a meta desta fase do estudo é explanar sobre o poder e os efeitos da política monetária, aplicada pelo Bacen sob a trajetória do Governo. Nesse momento, o estudo se atém em enfatizar que ao longo de sua trajetória a economia brasileira não se beneficiou com a política monetária expansionista, que visava o cumprimento do crescimento econômico. Assim, a análise permite ao leitor verificar que uma das principais consequências da emissão desenfreada é a inflação, geradora de custos sociais extremamente elevados. Também, oferece embasamento ao leitor para a compreensão das diversas razões, positivas ou negativas, que fizeram muitos países optarem em constituir um Banco Central autônomo, longe de ingerências políticas.

O segundo é constituído pela abordagem da análise da estabilidade de preços e das metas inflacionárias. Apresentar a questão da inflação permite a demonstração da estabilidade de preços e da preservação do valor da moeda, proporcionando compreensão de um cenário positivo, ou melhor, tratando-se de um bem para os Governos. Neste item, também, se evidencia a expansão monetária como determinante a vertente inflacionária, visto que a emissão desenfreada ocorrida em determinadas situações, com intuito de cobrir sem lastro os gastos dos Governos, impulsiona a inflação, como ocorrido no caso brasileiro.

O terceiro capítulo apresenta a questão do significado da autonomia, o que esta pode estabelecer em termos de estabilidade da moeda e quais os benefícios que o Brasil pode obter. Analisa-se outros países que optaram ou não pela independência de seus Bancos Centrais. Apresentam-se diversas razões que poderão convencer a sociedade pela implementação da autonomia, propondo um significado, uma razão e um foco.

No quarto capítulo evidenciamos a avaliação comparativa na condução dos Bancos Centrais e seus efeitos em outros países, cujas características são as economias distintas. Para tanto, escolhemos como cenário os Bancos Centrais de três países – Chile, Nova Zelândia e Alemanha, que alcançaram efeitos positivos na implementação de suas políticas monetárias. O fundamento deste capítulo é dotar o leitor, dando-lhe conhecimentos suficientes para a averiguação do ambiente autônomo, através de particularidades dos Bancos Centrais escolhidos para estudo. Apresentamos, também, alguns subsídios para constituição de uma análise consciente para um Banco Central brasileiro autônomo

O quinto capítulo, aprofunda ainda mais a discussão em torno da autonomia do Bacen. Nesta fase do estudo, tratamos da apreciação e defesa da viabilidade deste modelo para o Brasil. Para tanto, destacamos sua importância na condução da política monetária, assim como ressaltamos a validade da política de longo prazo e seus efeitos na economia brasileira. A abordagem, também, trata das questões que envolvem a regulamentação do artigo 192 da Constituição Federal, apontando os impasses de sua efetivação, no que tange ao estancamento do processo de transformação do Bacen. Complementando a discussão apresentamos algumas opiniões expostas por economistas em Seminário, promovido pela Fundação Getúlio Vargas em São Paulo em 2002.

## 1. BANCO CENTRAL DO BRASIL

### 1.1. A formação histórica dos Bancos Centrais

Lundberg<sup>1</sup> dita que, historicamente, dois conjuntos de razões justificaram a criação e a existência de um Banco Central: as de caráter macroeconômico, relacionadas à estabilidade dos preços, e as de ordem microeconômica, ligadas à estabilidade do sistema bancário e financeiro.

O Riksbank da Suécia foi o primeiro Banco Central fundado, embora o Banco da Inglaterra, criado em 27/07/1694, durante o reinado de Guilherme III, tenha sido o primeiro Banco Central na acepção atual da palavra.

Em 1890, após a proclamação da República, segundo Sola *et al*<sup>2</sup>, o Brasil fez experimentos com sistema bancário regional e emissão descentralizada de papel-moeda. O resultado foi à febre especulativa, seguida pela inflação e, conseqüente, desvalorização da moeda, que levou ao apelo na obtenção de empréstimos, condicionados a um retorno à ortodoxia.

Para Carvalho<sup>3</sup>, a primeira crise do capitalismo provocou um grande pânico na comunidade, atingindo os bancos em demasia: perda da credibilidade e fechamento de

---

<sup>1</sup> LUNDBERG, Eduardo. Política monetária e supervisão do sistema financeiro nacional no Banco Central do Brasil, Trabalhos para discussão, julho/2000.

<sup>2</sup> SOLA, Lourdes et al. Banco Central, autoridade política e democratização, Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002, p.48.

<sup>3</sup> CARVALHO, Carlos Eduardo. Mercado Financeiro, São Paulo: 1991, p.49-50.

vários bancos. Conclui-se que tudo isso poderia ser evitado se existisse um Banco Central com poderes para socorrer imediatamente um banco em dificuldades, através de linhas de crédito de emergência e aporte de moeda manual, evitando a perda de confiança do público.

E, paralelamente ao dever de prestar socorro de emergência, o Banco Central passaria a ter também amplos poderes de normatização, estabelecendo regras mais rígidas para o funcionamento das instituições financeiras, além de poderes de fiscalização e punição.<sup>4</sup>

Com o desenvolvimento da economia monetária e com a consolidação dos estados nacionais, o controle sobre a moeda passou para as mãos das autoridades governamentais, tendo então os Bancos Centrais o monopólio da emissão do papel-moeda.

Na sua origem, o surgimento dos Bancos Centrais esteve ligado a necessidade de financiar gastos do governo e a garantia da confiança na moeda e no sistema financeiro. Sua atuação foi marcante para a instituição da moeda e o desenvolvimento econômico, chegando a ser exigida como forma de evitar crises.

Mas as características das crises, ora de recessão e desemprego, ora de déficits fiscais e inflação, determinaram o repensar teórico dos limites da atuação do Estado e da utilização dos diversos instrumentos de política econômica.

---

<sup>4</sup> CARVALHO, Carlos Eduardo. Mercado Financeiro, São Paulo: 1991, p.49-50.



Além disso, as inovações do sistema financeiro e o aumento da importância relativa da concessão de crédito, que acompanharam e impulsionaram o crescimento das economias, também passaram a exigir um redesenho institucional do relacionamento entre as políticas fiscal e monetária.

A rigor, Banco Central e política monetária são conceitos do nosso século. Anteriormente a moeda era uma mercadoria de aceitação comum. O conceito de política monetária só começa a ser relevante depois do surgimento do papel moeda e da moeda escritural.

## **1.2. A Construção do Banco Central do Brasil**

A princípio o Bacen enfrentou posicionamentos relutantes a sua existência. Houve insatisfação dos funcionários do Banco do Brasil (BB), que temiam a perda da importância de suas funções e, conseqüentemente, a redução de seus salários. O empresariado resistia à idéia da criação do Bacen, temendo perder o financiamento de seus gastos através do BB. O próprio Governo relutou em aceitar a constituição do Bacen, pois temia pela integridade de sua política monetária, baseada no financiamento via expansão monetária.

Em 31 de dezembro de 1964 foi promulgada a lei 4595, extinguindo a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), que desempenhava funções de autoridade monetária. A SUMOC foi criada em 1945 para ser o embrião de um Banco Central no país. A lei, também, promulgou a criação do Conselho Monetário Nacional

(CMN) como órgão formulador de políticas econômicas e do Bacen como o órgão executor e fiscalizador dessas políticas.<sup>5</sup>

Entretanto, segundo Patrício<sup>6</sup>, a manutenção do BB, como depositário das reservas voluntárias dos bancos comerciais, prestador de serviços de compensação de cheques e titular da conta-movimento para nivelamento das reservas com o Bacen, acabou gerando a coexistência de duas autoridades monetárias.

Dessa forma, Patrício<sup>7</sup> acrescenta que o Governo não tinha um perfeito controle da política monetária. Foram também acrescentadas ao Bacen algumas funções atípicas de uma autoridade monetária: a de fomento agrícola, de comércio exterior e habitação, levando-o ainda a tornar-se executor da política da dívida do tesouro nacional.

Na verdade, a conta-movimento referida era um passivo do BB em relação ao Bacen, que foi criada devido à falta de infra-estrutura da nova autoridade monetária para poder desempenhar seu papel. Era uma conta provisória, ou seja, que existiria apenas em um momento transitório.<sup>8</sup>

Entretanto, por facilitar a liberação de empréstimos e financiamentos sem que estes constassem no orçamento do Governo, essa conta acabou sendo perpetuada. Somente a partir de março de 1986 a função de autoridade monetária é exercida apenas pelo Bacen, desvinculando-se do BB.

---

<sup>5</sup> PATRÍCIO, Inês. As finanças públicas brasileiras antes de 1980, Encontrado em: [www.economiabr.net](http://www.economiabr.net). Acessado em: 22/08/2002.

<sup>6</sup> Idem.

<sup>7</sup> Idem.

<sup>8</sup> Idem.

Observamos que até aqui, além de exercer as funções clássicas de Bacen desde a sua criação, também cuidava de outros assuntos, tais como a administração de consórcios, do crédito rural, dentre outros que deveriam ser tratados em outro local.

Segundo Sola *et al*<sup>9</sup>, as intenções e as normas da reforma financeira de 1964 estabeleciam um Bacen autônomo em relação à conjuntura política. Tais intenções e normas foram derrotadas após três anos, devido à política expansionista adotada pelo regime vigente.

Para Simonsen<sup>10</sup>, a Lei no. 4595/64, ao criar o Banco Central, fixou mandatos de seis anos para os membros do CMN, entre os quais eram escolhidos os diretores do banco. No entanto, com a promulgação do AI-5, os mandatos tornaram-se sem efeito e, mesmo após a revogação do referido Ato, estes não foram restaurados.

Sola *et al*<sup>11</sup> ressaltam que somente em 1986, e mais tarde em 1988, durante o primeiro Governo civil, é que foram implementadas reformas essenciais a uma gestão monetária eficaz e à transparência das contas nacionais.

Com a promulgação da Constituição Federal de 1988, vieram diversas mudanças institucionais. Destacamos a extinção da conta-movimento do BB; a incorporação do orçamento monetário ao Orçamento Geral da União (OGU) ; a extinção das funções de

---

<sup>9</sup> SOLA, Lourdes et al. Banco Central, autoridade política e democratização, Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002, p.136.

<sup>10</sup> SIMONSEN, Mario Henrique. O Banco Central ideal. São Paulo, Revista Exame, no. 23, 08/11/1995, p.15.

<sup>11</sup> SOLA, Lourdes et al. Banco Central, autoridade política e democratização, Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002, p.136.

fomento do Bacen; a criação da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e a incorporação das despesas com pagamentos de juros da dívida ao OGU.<sup>12</sup>

Em geral, para Vidotto<sup>13</sup>, os ministérios que compõem a área econômica do governo de qualquer país são responsáveis por duas vertentes. A primeira é o planejamento e a execução do orçamento (votado pelo Poder Legislativo), controlando o Tesouro Nacional, que trata, em síntese, do caixa da União e da dívida pública. A segunda possui, também, uma área eminentemente financeira cujo órgão é o Banco Central, que encaminha as políticas monetária, creditícia e cambial.

Vidotto<sup>14</sup> acrescenta que no Brasil as diretrizes que balizam essas políticas são decididas no âmbito do CMN, composto pelo Ministério do Orçamento e Gestão e pelo Ministério da Fazenda, e ainda pelo Bacen, figurando este último como principal responsável por colocá-las em operação no dia-a-dia.

A política monetária visa, teoricamente, defender o poder de compra da moeda, evitando a inflação, assim como a manutenção de nível de liquidez na economia que viabilize a continuidade da produção e o fluxo de negócios.

A política cambial focaliza o valor da moeda nacional, o real, frente às moedas externas, tendo o dólar como principal referência. Finalmente, a política creditícia refere-se às regras de comportamento que os bancos e outras instituições financeiras devem

---

<sup>12</sup> SOLA, Lourdes et al. Banco Central, autoridade política e democratização, Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002, p.136.

<sup>13</sup> VIDOTTO, Carlos Augusto. O quarto poder, Revista dos bancários, São Paulo, 10/07/2001.

<sup>14</sup> Idem.

observar, como, por exemplo, os níveis de recolhimento compulsório, de capitalização, de provisionamento de reservas face à inadimplência.

Outra incumbência que o Bacen tem é supervisionar as instituições financeiras, seja zelando para que não desperdicem recursos dos clientes, seja para que os próprios bancos não quebrem, arrastando para a crise o setor produtivo e o emprego.

Em síntese, atualmente suas funções básicas são:

- Banco Emissor, uma vez que compete privativamente ao Bacen a emissão de papel-moeda e moeda metálica;
- Banqueiro do Governo, uma vez que as disponibilidades de caixa do Tesouro devem, obrigatoriamente, ser depositadas no órgão;
- Banco dos Bancos, uma vez que atua como prestador de última instância, em crises de liquidez;
- Formulação e Execução da Política Cambial, uma vez que é o responsável pela administração do câmbio, da administração das reservas internacionais, e demais relações com o exterior;
- Formulação e Execução da Política Monetária, que é a função mais importante de qualquer Banco Central, através da qual deve buscar em primeiro lugar a

estabilidade da moeda e, sem comprometer a meta principal, o crescimento econômico.<sup>15</sup>

Segundo Franco<sup>16</sup>, as autoridades monetárias devem cumprir duas funções: uma função macro, que é a de administrar a moeda, no sentido de controlar sua emissão e a taxa de juros; a segunda é uma função micro, qual seja, a de cuidar da saúde do sistema financeiro.

Historicamente, a função micro tem prevalecido, sendo esta a que explica a própria criação de Bancos Centrais hoje com autonomia operacional, como o Federal Reserve dos Estados Unidos. A função de prestador de última instância é uma das mais importantes do Banco Central, e a noção, por parte das instituições financeiras, de que o sistema como um todo será socorrido sempre que houver um risco sistêmico cria o problema do *moral hazard*, i.e., a tendência de correr riscos excessivos devido ao seguro representado pela possibilidade de redesconto.<sup>17</sup>

Nos anos 80, os governadores estaduais utilizaram os bancos comerciais, que estavam sob seus respectivos âmbitos administrativos, para financiar indiretamente seus déficits orçamentários. Tal fato, fez com que o Bacen lançasse pacotes de socorro destes bancos estaduais, primando pela credibilidade do sistema perante a sociedade.

---

<sup>15</sup> PANDELÓ JÚNIOR, Domingos Rodrigues. Banco Central do Brasil, São Paulo: FGV, 1996, p.95.

<sup>16</sup> FRANCO, Gustavo. Gradualismo e Dolarização. Revista de Economia Política, São Paulo, v.13, n.2, abr/jun. 1993.

<sup>17</sup> Idem.

Os déficits fiscais dos governos estaduais eram transferidos ao governo federal através dos bancos estaduais, com o Bacen compensando tal expansão da base monetária através da emissão de títulos do Tesouro.

Com o fim do processo hiperinflacionário, implementado através do Plano Real, o Bacen tomou uma série de medidas com o objetivo de eliminar o problema gerado pelo amparo financeiro aos bancos estaduais. Desta forma, o Bacen adotou a postura de distanciamento dos bancos estaduais, advertindo-os que não seria mais possível socorrer seus respectivos sistemas financeiros em detrimento a operações de alto risco que tenham adotado.

O problema do *moral hazard* no governo brasileiro foi contido e reduzido, significativamente, com os programas de reestruturação do sistema bancário conduzidos entre 1995 e 1997, condicionando o socorro aos bancos públicos e privados a uma série de reformas no sistema.

Para Sola *et al*<sup>18</sup>, a autoridade monetária foi gradativamente centralizada no Bacen, graças ao fato de o Executivo federal ter conquistado maior poder de barganha em relação aos governadores, a partir da conquista da estabilidade econômica, com a implementação do Plano Real.

O Executivo federal foi capaz de centralizar a autoridade monetária no Bacen por razões políticas, tanto quanto econômicas. As razões políticas se pautaram pela

---

<sup>18</sup> SOLA, Lourdes et al. Banco Central, autoridade política e democratização, Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002, p.141.

necessidade do Governo na sustentação do plano de estabilização, enquanto que as econômicas foram porque os governos estaduais ficaram, com o fim da inflação, com suas finanças debilitadas, necessitando de socorro federal.<sup>19</sup>

O fim da hiperinflação, em 1994, impulsionou a adoção, por parte do Bacen – que ficou numa posição privilegiada, da implementação de pacotes de socorro às instituições privadas e estaduais, onde, em troca de assistência financeira exigia reformas, visava adaptá-las a uma economia com baixos patamares inflacionários.

O Bacen criou o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) e o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES), ambos visando impedir que as instituições realizassem operações de alto risco, contando com um eventual socorro do governo federal.

Segundo Mendonça<sup>20</sup>, o PROER foi responsável por quase 70% da emissão destinada à assistência financeira de liquidez no período de novembro e dezembro de 1995. Elevou a base monetária, sinalizando que mesmo num momento em que a estabilidade de preços é uma preocupação do Governo e do Bacen, diante de uma crise no sistema financeiro o Bacen deve desempenhar a função de prestador de última instância.

---

<sup>19</sup> SOLA, Lourdes et al. Banco Central, autoridade política e democratização, Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002, p.141.

<sup>20</sup> MENDONÇA. Helder Ferreira de. Aspectos teóricos e empíricos sobre bancos centrais independentes: implicações para o caso brasileiro. Revista Economia Aplicada, vol.2, nº 1, São Paulo, jan/mar/1988.



A partir do final de 1994, segundo Lundberg<sup>21</sup>, o Bacen sinalizava às instituições financeiras a necessidade delas em se ajustar aos novos tempos, já que a moeda estava estável. A seguir, decretou também o Regime de Administração Especial Temporária (RAET) em uma série de bancos estaduais, entre os quais o Banespa e o Banerj, dando início a uma longa negociação para dar solução aos recorrentes problemas destas instituições.

Sola *et al*<sup>22</sup> acrescentam que a criação do RAET se deu através do Decreto-lei 2321, de 25/02/1987, e esse novo mecanismo deu ao Bacen o direito não só de intervir em instituições financeiras públicas com problemas, mas também de liquidá-las.

Cumprindo e fazendo cumprir as determinações e políticas do CMN, o Bacen é o principal órgão executivo da rede de segurança do sistema bancário e financeiro brasileiro. Para Lundberg<sup>23</sup>, na qualidade de supervisor bancário, é o responsável pelas regras prudenciais de funcionamento, pelo licenciamento e pela fiscalização das instituições financeiras. Como autoridade monetária, é o emprestador de última instância do sistema financeiro. Além disso, cabe-lhe ainda a função de sanear o sistema financeiro, tendo o poder de decretar a intervenção e a liquidação de suas instituições.

Andrade<sup>24</sup> ressalta que, atualmente, o Bacen já atua com um certo grau de autonomia, mas seus parâmetros de política monetária ainda estão contidos, em regra geral,

---

<sup>21</sup> LUNDBERG, Eduardo. Saneamento do Sistema Financeiro. Rio de Janeiro, BACEN, 1999.

<sup>22</sup> SOLA, Lourdes et al. Banco Central, autoridade política e democratização Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002. p.179.

<sup>23</sup> LUNDBERG, Eduardo. Saneamento do Sistema Financeiro. Rio de Janeiro, BACEN, 1999.

<sup>24</sup> ANDRADE, Eduardo de Carvalho. Bacen e BC's Selecionados: Uma análise comparativa do nível de transparência. Rio de Janeiro, IBMEC, 02/01/2002.

na lei que o criou. A partir de 1999, quando da implantação do regime de metas inflacionárias, o governo brasileiro lançou o Decreto no. 3088, de 21/06/1999, e suas diretrizes não fazem parte da lei 4595, mas esclarecem com mais transparência alguns objetivos de sua política monetária.

O cumprimento da função primordial do Bacen, manter a estabilidade da moeda, está intrinsecamente ligado ao cumprimento das metas inflacionárias. No entanto, apesar de sua importância, é preciso mais do que executar as decisões emanadas do CMN, para cumprir sua função o Bacen precisa abandonar sua sugestionabilidade às medidas políticas de curto prazo, para tanto, necessita ter: mandato fixo para seus diretores, sistema de *accountability* amplo, transparências em suas ações e poder interferir nas ingerências políticas em decisões técnicas.

### **1.3. O período da grande dependência**

Sob a égide do Executivo, e baseado no comando do Ministério da Fazenda, do Governo brasileiro, o Bacen gerenciou por um longo período entre a década de 80 e também nos anos 90, políticas de sustentação do Governo, financiando seus déficits orçamentários.<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> RIGOLON, Francisco José Zagari. Independência do Banco Central: O caso do Brasil, 1993, Rio de Janeiro.

Segundo Rigolon<sup>26</sup>, para justificar tal dependência usava-se o argumento de que o Bacen era uma autarquia subordinada ao Ministério da Fazenda, seu presidente não tem “status” de ministro e, em caso de conflito, podia ser demitido pelo ministro da Fazenda ou pelo presidente da República.

Na década de 80, o Bacen esteve autorizado a emitir títulos públicos ilimitadamente, podendo assim executar despesas extra-orçamentárias, atendendo encargos da dívida ou sob argumentos de operação típica de política monetária. Para Oliveira<sup>27</sup>, a política monetária na ocasião estava associada à neutralização dos efeitos expansionistas de formação de estoques de divisas internacionais, de operações de socorro ao sistema financeiro e de operações de fomento, que ocorriam via Conta Movimento do Bacen no BB, estas últimas com caráter nitidamente fiscal.

No âmbito da Lei Complementar n.º 12, de 1970, e sob o argumento de conceder autoridade e flexibilidade absolutas às Autoridades Monetárias, os limites anteriormente existentes de expansão da dívida pelas Autoridades Monetárias foram banidos e mesmo os encargos da dívida foram incluídos no próprio giro da dívida, sem transitarem pelo Orçamento Geral da União. Segundo Oliveira<sup>28</sup>, esse processo ficou longe de contribuir para a estabilidade de preços, acabou induzindo as finanças públicas ao caos a ponto de impossibilitar o correto dimensionamento da dívida e do déficit públicos.

---

<sup>26</sup> RIGOLON, Francisco José Zagari. *Independência do Banco Central: O caso do Brasil*, 1993, Rio de Janeiro.

<sup>27</sup> OLIVEIRA, João do Carmo. *Reordenamento financeiro do Governo Federal*, Brasília: UnB, 1986, p.11.

<sup>28</sup> Idem.

No período que vai da criação em 1964 até o ano de 1985, o processo decisório do Bacen manteve-se atrelado ao Executivo. O Governo vigente tirou do Legislativo qualquer poder formal para legislar sobre questões financeiras.

No período entre os anos de 1980 e 1985, havia uma dupla autoridade monetária e o orçamento monetário compreendia o orçamento do Bacen e o orçamento de crédito do BB. Na medida em que o BB expandisse operações de crédito subsidiado para a agricultura, exportação e outras atividades, em montantes superiores aos recursos captados em mercado, o Bacen financiava essas operações via cobertura automática da conta de movimento e repasses ao BB.

Paralelamente ao relacionamento entre Tesouro, Bacen e BB - via conta de movimento e repasses -, o Bacen operava uma carteira de crédito rural, adiantando recursos a Fundos e Programas de fomento, que eram repassados à rede bancária.

Gradativamente, a partir de 1985, o papel do Bacen como banco de fomento e executor de gastos de natureza fiscal sem prévia cobertura orçamentária foi interrompido.

Em 1986, o saldo da conta movimento foi congelado, os repasses do Bacen foram substituídos pelos suprimentos, previamente programados e com destinação específica. Em 1988, as operações de adiantamento do Bacen aos Fundos e Programas de fomento foram transferidas à Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

A Constituição de 1988, no seu artigo 164 (Anexo I), proibiu o Bacen de financiar, direta ou indiretamente, o Tesouro Nacional e qualquer entidade que não fosse

instituição financeira. Na prática, após a Constituição, as funções de fomento do Bacen foram bastante reduzidas, com seus montantes tendendo a zero.

Para Rigolon<sup>29</sup>, a condução da política monetária durante as décadas de 80 e 90 foi afetada pelas crises cíclicas, coincidentes com os anos eleitorais, dos estados e de seus bancos, perturbando o relacionamento da autoridade monetária com o mercado financeiro, dado a indisciplina fiscal vigente e os desarranjos nas finanças dos estados.

Segundo Sola *et al*<sup>30</sup>, por não serem capazes de fazer face a suas obrigações de balanço no final de cada dia de negócios, os bancos estaduais eram forçados a recorrer continuamente à linha de redesconto do Bacen, violando assim práticas bancárias básicas.

Os déficits fiscais dos Governos Estaduais eram transferidos ao Governo Federal através dos bancos estaduais, com o Bacen compensando tal expansão da base monetária através de emissão de títulos do Tesouro.

Somente com o processo hiperinflacionário da década 80 constatou-se que o Bacen não deveria ser promotor do desenvolvimento, mas guardião da moeda, e já no final da década não havia dúvida de que, em um regime democrático, o financiamento ao Tesouro era nocivo, devendo o Bacen concentrar-se somente nas atividades monetárias.<sup>31</sup>

---

<sup>29</sup> RIGOLON, Francisco José Zagari. Independência do Banco Central: O caso do Brasil, Rio de Janeiro, 1993.

<sup>30</sup> SOLA, Lourdes et al. Banco Central, autoridade política e democratização, Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002, p.179.

<sup>31</sup> SADDI, Jairo. O poder e o cofre: repensando o Banco Central São Paulo: Textonovo, 1997, p. 206-212.

Para Saddi<sup>32</sup>, o Bacen vive um dilema: seu objetivo está equivocado como modelo moderno de autoridade monetária e sua área de atuação está incompatível com sua verdadeira função, se atentarmos ao objetivo já estabelecido de um Banco Central, que é defender a moeda.

Não é qualquer país que pode ter um Banco Central autônomo. A plena autonomia do Banco Central depende do preenchimento de determinados requisitos, acima de todos um certo equilíbrio orçamentário. É evidente que isso não quer dizer necessariamente que o governo não possa gastar mais do que arrecada, mas que não pode ser visto como um eterno deficitário, sob pena de fazer o Banco Central perder credibilidade no combate à inflação.<sup>33</sup>

A questão fundamental é a dívida pública, ou seja, a capacidade do Governo em administrá-la sem que a taxa de juros se eleve demasiadamente. Não se deve deixar esse encargo apenas com o Bacen, já que este acaba sendo obrigado a acomodar as pressões advindas das necessidades de financiamento do setor público, incluindo, indiretamente, os estados e os municípios.

Portanto, a concessão de autonomia operacional para o Bacen representaria a imposição de limites, constituindo-se, aliás, na principal razão de não haver acontecido até hoje. Uma vez tendo autonomia operacional referendada pela Constituição esta, como se sabe, não é fácil de ser revista.

---

<sup>32</sup> SADDI, Jairo. O poder e o cofre: repensando o Banco Central São Paulo: Textonovo, 1997, p. 206-212.

<sup>33</sup> GUDIN, Eugenio. Princípios de Economia Monetária. v.1, ed.8, Livraria Agir Editora, 1972.

## 2. A ESTABILIZAÇÃO DE PREÇOS

### 2.1. Estabilidade de Preços

Segundo Montoro Filho *et al* <sup>34</sup>, não se sabe com exatidão qual foi e quando surgiu a primeira moeda. Desde a mais remota antiguidade a sua utilidade foi percebida. Surgiram então alguns bens que, por terem aceitação geral, passaram a ser usados como moeda.

Os metais preciosos tiveram uma aceitação geral e passaram a se sobressair, mas como era preciso a pesagem para se determinar o seu valor, precisou-se superar este problema com as cunhagens, por meio das quais se imprimia na moeda uma figura para mostrar o seu valor.

A partir daí surge um novo problema, a recunhagem; quando um governante necessitava de dinheiro para pagar suas contas, este aproveitava uma efeméride qualquer para retirar de circulação as moedas existentes e lançar outras com nova efígie. Entretanto, como as recunhagens tinham o objetivo de financiar o tesouro real, de cada dez moedas antigas retiradas, eram lançadas onze novas, ficando uma para o soberano.

Normalmente, o resultado desta operação era a inflação, pois, para a mesma quantidade de bens existentes, havia agora uma maior quantidade de moeda acarretando em acréscimo na demanda e a elevação dos preços.

---

<sup>34</sup> MONTORO FILHO, André Franco Montoro et al. Manual de Economia. São Paulo: Saraiva, 1991.p.12.

Simonsen e Cysne<sup>35</sup> acrescentam que no processo de evolução da moeda, destaca-se ainda o papel-moeda e a moeda escritural. O papel moeda surgiu com o natural desenvolvimento econômico, passando por três etapas: inicialmente como certificado de depósito dos bancos comerciais, numa segunda etapa como certificado transferível de depósito e, finalmente, como certificado inconvertível, na forma do papel-moeda. Nesse momento, a existência do papel-moeda representa uma mudança importante, pois a moeda passa a valer não por sua utilidade intrínseca, mas por sua capacidade de adquirir bens e serviços.

Quanto à moeda escritural, ela surgiu com o desenvolvimento dos bancos comerciais. Especificamente, é representada pelos depósitos bancários à vista, que possuem liquidez equivalente à moeda legal.<sup>36</sup>

Lundberg<sup>37</sup> ressalta que a moeda, mesmo atualmente, cumpre não só as tradicionais funções de meio de troca, unidade de conta das transações e de reserva de valor, mas também pelo seu preço (juros), por sua estabilidade interna (inflação/deflação) e externa (câmbio), influencia e serve de referência importante para avaliar as condições e perspectivas econômicas do país que a emite.

A evolução dos mercados monetários começa pelo sistema de troca direta, pela busca de uma unidade de troca capaz de facilitar as relações comerciais, servindo como referência de valor para as transações – a moeda.

---

<sup>35</sup> SIMONSEN, Mario Henrique & CYSNE, Rubens. Macroeconomia. Rio de Janeiro: Ao Livro Técnico, 1992. p. 12-13.

<sup>36</sup> Idem.

<sup>37</sup> LUNDBERG, Eduardo. Histórico e Organização de Bancos Centrais. Rio de Janeiro: BACEN/CFS, 1993.p.09.



Segundo Machado<sup>38</sup>, o uso generalizado da moeda, dada a confiança generalizada em sua plena conversibilidade, abriu caminho para as primeiras emissões de certificados ou notas bancárias desprovidas de encaixe metálico, denominada papel-moeda. A partir de então, não mais existiam plenas garantias de conversibilidade e se as casas bancárias não agissem com prudência, evitando o excesso de emissões, todo o sistema bancário desmonoraria. Surgindo desta constatação um dos motivos que levaram ao surgimento dos primeiros Bancos Centrais, com o dever de centralizar a emissão da moeda.

O excesso de emissão sem lastro, a desconfiança na moeda, o financiamento dos déficits do governo, o sistema de emissão múltipla, etc; confiaram a alguns Estados o surgimento do processo inflacionário.

A inflação trata-se de uma mazela para os Estados, podendo-se constituir numa enfermidade crônica. Podendo ser entendida sob vários critérios, entre os quais a emissão monetária, a mudança de preços e o crédito bancário, resultando numa grande incerteza para o futuro de um país.

Esta se tornou um problema bastante característico na economia brasileira e, em particular na década de 50 e início dos anos 60, a principal fonte de inflação era déficit do Tesouro, lastreado pela necessidade do Governo em suprir a infraestrutura adequada de transportes, energia, saneamento etc., para fazer face ao desenvolvimento acelerado da época.

---

<sup>38</sup> MACHADO, Regina Maria Arruda Bastos. Bancos Centrais – Banco Central do Brasil. Rio de Janeiro: BACEN/CFP, 1993.p.24

A industrialização brasileira presente nesta época impulsionou e balizou mais ainda a presença do Governo para este desenvolvimento, assumindo o papel de financiador da indústria privada, esgotando a capacidade de financiamento na economia, tanto pública quanto privada.

Montoro Filho *et al*<sup>39</sup> explicam que como o Governo não podia elevar os impostos, já bastante excessivos, optou pelas emissões de dinheiro, constituindo uma típica inflação de demanda. Quanto mais dinheiro corria na economia, maiores eram as compras, num momento em que a economia ainda não estava preparada para produzir um volume correspondente ao do aumento de procura.

A partir de 1964, o Governo brasileiro passa a adotar medidas para a contenção da escalada inflacionária, num primeiro momento com o chamado tratamento de choque, por meio de uma rígida política monetária, fiscal e salarial, passando por uma política gradualista, correspondendo ao combate por etapas planejadas.

Com a crise do petróleo em 1973, que acarretou repercussões profundas sobre a economia mundial, o Brasil continuou apresentando taxas crescentes de inflação. Cada novo choque de preços conduzia a inflação a um patamar mais alto. O país detinha elevado grau de indexação em sua economia, devido a diversos fatores como:

- Sucessivos choques agrícolas – geadas (1975, 1977e 1985);

---

<sup>39</sup> MONTORO FILHO, André Franco Montoro et al. Manual de Economia, São Paulo: Saraiva, 1991.p 19

- Programas de substituição de importação promovendo elevados gastos públicos;
- Elevação da dívida externa;
- Maxidesvalorizações cambiais (1979 e 1983) encarecendo produtos importados.

São fatores que pelo elevado grau de indexação da economia, quando em alta de preços, espalham-se pela economia, trazendo aumentos sucessivos, caracterizados com a denominação de inflação inercial.

A estratégia adotada pelo Governo, ao longo da década de 70, foi de utilização das autoridades monetárias como bancos de fomento, no processo de desenvolvimento econômico, como forma de atender a meta de "crescimento com endividamento". Grandes volumes de recursos eram levantados sem elevação na carga tributária, ou seja, sem desestabilizar o regime vigente.

Segundo Patrício<sup>40</sup>, a contrapartida era sempre a expansão monetária ou elevação da dívida mobiliária. Com o segundo choque do petróleo em 1979, deparamo-nos com uma crise que forçou o ajuste na economia brasileira e, conseqüentemente, nas finanças públicas.

---

<sup>40</sup> PATRÍCIO, Inês. As finanças públicas brasileiras antes de 1980. Encontrado em: [www.economiabr.net](http://www.economiabr.net). Acessado em: 12/07/2002.

Pastore e Pinotti<sup>41</sup> reforçam a questão, explicando que a inflação brasileira era provocada pela combinação de: déficits públicos elevados, financiados predominantemente com senhoriagens; indexação generalizada de preços e salários; passividade monetária. E esta passividade era gerada pelo procedimento do Bacen de operar fixando a taxa real de câmbio.

O Governo primeiro fixava os gastos para depois verificar como obtinha as receitas e, se elas não derivassem dos impostos, seriam proporcionadas pela senhoriagem. A autoridade fiscal primeiro decidia o nível dos gastos, para depois buscar os recursos, e os procedimentos seguidos pelo Bacen garantiam o necessário financiamento inflacionário.

O Tesouro somente poderia financiar o déficit emitindo dívida pública, mas, devido às regras operacionais do Bacen, ele de fato o fazia com expansão monetária. Não havia metas para a base monetária, e os compromissos com o tamanho do déficit público eram muito limitados. O Tesouro tinha pleno comando da produção da senhoriagem.

A partir do início da década de 80 ficou mais difícil para o Brasil manter a "rolagem da dívida externa", ficando obrigado a fazer um ajustamento externo. Assim, optou-se por uma maxidesvalorização cambial, objetivando forçar saldos positivos na balança comercial e obter recursos suficientes para honrar seus compromissos.

O período de 1981 a 1990 foi caracterizado por intensas divergências entre ortodoxos e estruturalistas. Enquanto os primeiros defendiam o ajuste fiscal acima de tudo,

---

<sup>41</sup> PASTORE, Affonso Celso & PINOTTI, Maria Cristina. Inflação e estabilização: Algumas lições da experiência brasileira, Rio de Janeiro: Editora da FGV, 1999, p.5 .

os demais não davam importância ao déficit, buscando combater apenas a inércia inflacionária. Na época do primeiro acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), tivemos a implementação de políticas econômicas de cunho ortodoxo, as quais não alcançaram êxito na busca pela estabilidade e perderam sua credibilidade.

Nos momentos seguintes da economia brasileira, tivemos diversos planos econômicos elaborados por economistas heterodoxos, que não tinham grande preocupação com o déficit fiscal brasileiro. Todos eles - Plano Cruzado, Bresser, Verão, Collor I e Collor II - não obtiveram sucessos duradouros na busca pela estabilização.

No período entre janeiro de 1990 e outubro de 1991, segundo Pastore e Pinotti<sup>42</sup>, o Bacen impôs uma volatilidade artificial à taxa de câmbio, provavelmente tentando reduzir as reservas para controlar a expansão da base monetária.

Para Sola *et al*<sup>43</sup>, o Brasil atravessou um período notavelmente longo de malabarismo, de perigoso flerte com a hiperinflação explosiva, sem resvalar nesse abismo. As seqüências de planos econômicos, que obtinham êxitos imediatos, continham apenas efemeramente a escalada inflacionária.

Ao longo do ano de 1993, conforme enfatizam Fontes e Arbex<sup>44</sup>, o monitoramento da taxa de juros foi o principal instrumento de política econômica utilizado para conter

---

<sup>42</sup> PASTORE, Affonso Celso & PINOTTI, Maria Cristina. Inflação e estabilização: Algumas lições da experiência brasileira, Rio de Janeiro: Editora da FGV, 1999.p.08

<sup>43</sup> SOLA, Lourdes et al. Banco Central. A autoridade política e democratização, Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002, p.90.

<sup>44</sup> FONTES, Rosa & ARBEX, Marcelo A. Credibilidade das políticas econômicas no Brasil: uma análise empírica do período 1991 – 1998. São Paulo, Revista de Economia Aplicada, Jan/Mar/1999. p. 40.

essa escalada de preços. A taxa *overnight*, principal sinalizador de política monetária do Governo e o referencial diário da taxa primária de juros do mercado, fechou o ano 22% acima da inflação. Resultado fortemente influenciado pelas taxas de juros de final de ano, quando o Bacen foi obrigado a tornar a política monetária ainda mais ativa, no intuito de conter o recrudescimento inflacionário causado pelas pressões de demanda.

Fontes e Arbex<sup>45</sup> acrescentam que a execução da política monetária, no primeiro semestre de 1993, não foi consistente ao combater a inflação, pois, na maior parte do período, o Bacen se recusou a elevar as taxas básicas do mercado monetário, apesar das expectativas de aceleração da inflação.

Portanto, Fontes e Arbex<sup>46</sup> exemplificam que o mecanismo operacional do Bacen, no período pré-Real, consistia basicamente na fixação do patamar de juros num nível igual à taxa esperada de inflação para o próximo mês, acrescida da taxa real de juros que se objetivava praticar. As autoridades monetárias fixavam a taxa real de juros no nível mínimo necessário para garantir a demanda por títulos públicos, evitando a fuga maciça de recursos para ativos financeiros estrangeiros. O objetivo não era reduzir significativamente a inflação, mas somente evitar a hiperinflação.

Segundo Pastore e Pinotti<sup>47</sup>, a reforma monetária de 1994 – Plano Real – eliminou a indexação quase que instantaneamente. A taxa cambial passou a funcionar como uma

---

<sup>45</sup> FONTES, Rosa & ARBEX, Marcelo A. Credibilidade das políticas econômicas no Brasil: uma análise empírica do período 1991 – 1998. São Paulo, Revista de Economia Aplicada, Jan/Mar/1999. p. 40.

<sup>46</sup> Idem.

<sup>47</sup> PASTORE, Affonso Celso & PINOTTI, Maria Cristina. Inflação e estabilização: Algumas lições da experiência brasileira, Rio de Janeiro: Editora da FGV, 1999. p.10-19.

âncora monetária a partir do momento em que o Bacen adotou o regime de “*crawling-peg*”.

Esta veio a alterar os regimes monetário e cambial, entre março e junho de 1994, na fase que antecedeu a reforma monetária. Foram separadas duas funções da moeda, a de unidade de conta e a de meio de pagamento. A de unidade de conta foi assumida por um novo índice (baseado em três índices de preços): a unidade de reajuste de valores (URV).<sup>48</sup>

A moeda corrente do país, o cruzeiro real, manteve a função de meio de pagamento. Pastore acrescenta que todos os preços, valores nominais de contratos e a taxa de câmbio passaram a ser reajustados diariamente pela URV. Ocasão em que a adesão voluntária aos reajustes pela URV havia atingido grande abrangência. Assim, a reunificação das duas funções foi adotada através de uma nova moeda, o real.<sup>49</sup>

A reunificação eliminou a indexação simultaneamente em todos os preços, contratos e na taxa de câmbio. Tratando-se de um artifício que permitiu o declínio da taxa de inflação de forma imediata.

Para Sola *et al*<sup>50</sup>, o Plano Real interrompeu a renovação de um ciclo hiperinflacionário, combinado com a expansão da demanda e o crescimento do PIB, dando origem a um excessivo otimismo. Com a crise mexicana de dezembro de 1994,

---

<sup>48</sup> PASTORE, Affonso Celso & PINOTTI, Maria Cristina. Inflação e estabilização: Algumas lições da experiência brasileira, Rio de Janeiro: Editora da FGV, 1999. p.10-19.

<sup>49</sup> Idem.

<sup>50</sup> SOLA, Lourdes et al. Banco Central, autoridade política e democratização, Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002, p.104.

evidenciou-se a contrapartida do uso da âncora cambial, ainda que flexível, induzindo ao déficit em conta corrente.

A transformação dos valores monetários de URV para reais representou a desindexação da economia brasileira. A política monetária deste período teve por objetivo conter a inflação, implicando a prática de elevadas taxas de juros reais, além de outras medidas pontuais de contenção ao crédito e ao consumo.

Entretanto, a manutenção da política monetária contracionista imposta pelo Plano Real fez com que a taxa de desemprego se elevasse, atingindo o patamar de 6% no início de 1996.

As medidas adotadas nos quatro anos de vigência do referido programa antiinflacionário, no âmbito das políticas monetária e cambial, contribuíram para o alcance e consolidação da estabilização de preços.

Dois episódios evidenciaram a susceptibilidade da economia brasileira dificultando a conduta posterior da política macroeconômica. A crise asiática de 1997 e a moratória da Rússia em 1998. Tais episódios provocaram uma crescente fuga de capitais do país e, conseqüentemente, uma redução das reservas cambiais.

A perda de credibilidade gerada por esse cenário levou novamente o Governo a utilizar a política monetária restritiva como forma de convencer o público, interno e externo, do seu compromisso com a estabilização macroeconômica. Não foram adotadas



modificações na área cambial, mantendo-se a regra de não desvalorizações, tendo o Governo optado por uma elevação da taxa de juros.

## 2.2. As Metas Inflacionárias

Vários países vêm adotando o regime de metas inflacionárias na condução de suas políticas monetárias, resultando daí uma orientação direcionada para a busca da estabilidade de preços em suas economias, lastreada por um Banco Central com autonomia operacional.

Assim, Hillbrecht<sup>51</sup> define tal regime:

*“de maneira geral, este regime monetário - metas inflacionárias, conhecido como inflation targeting, baseia-se no estabelecimento de uma meta de inflação que o banco central deve atingir, sendo que o objetivo último da política monetária deve ser a manutenção de estabilidade de preços”.*

A Nova Zelândia foi pioneira em adotar o regime de metas inflacionárias, em 1990, seguida por Canadá, Finlândia, Inglaterra e Suécia; estes acreditaram que o regime deu mostras de funcionar como uma estrutura monetária muito bem-sucedida, contribuindo para a redução da inflação a níveis que, de outro modo, não teriam sido atingidos.<sup>52</sup>

---

<sup>51</sup> HILLBRECHT, Ronald. Meta de inflação e contratos para bancos centrais. São Paulo, Revista Economia Aplicada, vol. 2, nº 4, Out/Dez/1998.p.630.

<sup>52</sup> THE ECONOMIST. As metas de inflação. Encontrado em: [www.economiabr.net/](http://www.economiabr.net/). Acessado em: 10/09/2002.

Nesta condução, conforme ressalta Holanda<sup>53</sup>, o Brasil adotou como estratégia de política monetária o regime de metas inflacionárias – *Inflation Targeting*, a partir de junho de 1999. Para isso o Bacen mudou do regime cambial em bandas para o regime cambial flutuante. Em tal regime, a política monetária opera com algum grau de discricionismo que é restringido pela meta inflacionária a ser alcançada. O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão que estabelece a meta inflacionária e o Bacen é a principal instituição responsável pelo sucesso ou insucesso da política monetária.

Mendonça<sup>54</sup> enfatiza que: “*a principal característica deste regime monetário é o anúncio oficial dos limites de flutuação da taxa de inflação para um horizonte de curto e médio termo*”.

Segundo Costa *et al*<sup>55</sup>, o regime de metas inflacionárias consiste em subordinar a política monetária do país ao objetivo de atingir determinada taxa de inflação para um período, comunicada com antecedência. Assim, o Governo anuncia a inflação desejada para o futuro e o Banco Central direciona seus instrumentos - os juros de curto prazo – para atingir suas metas, com base no diferencial entre a taxa de inflação observada e a pretendida.

---

<sup>53</sup> HOLANDA, Marcos. Relação inflação-produto no Brasil no período pós-real, Ceará: 2002 p.02.

<sup>54</sup> MENDONÇA, Helder Ferreira de. Metas de Inflação: uma análise preliminar para o caso brasileiro. São Paulo, Revista Economia Aplicada, vol. 5, nº 1, Jan/Mar/2001. p. 129.

<sup>55</sup> COSTA, Fernando Nogueira da, et al. Meta inflacionária, juros e preços no varejo. Texto nº82, jul/1999. IE/UNICAMP.

Costa *et al*<sup>56</sup> acrescentam ainda que, no tocante aos instrumentos disponíveis, o Banco Central pode contar também com os chamados instrumentos secundários, tais como o controle de agregados monetários e uma política discricionária de crédito.

O objetivo desse mecanismo consiste em permitir que, em determinado momento, o Banco Central opte por sancionar, por exemplo, um ligeiro aumento da inflação, para não comprometer o movimento sustentado de crescimento econômico.

E, segundo Costa<sup>57</sup>, neste cenário, o grande desafio para o Banco Central seria a definição da velocidade com que tentaria trazer a inflação para os níveis definidos na meta, e qualquer movimento fora da meta teria que ser explicado à sociedade.

No caso brasileiro conforme enfatiza Molano<sup>58</sup>, após a perda da âncora da taxa de câmbio o Bacen procurou outra âncora nominal. Instituiu então, como solução, a adoção de uma política monetária com metas inflacionárias. O Bacen se comprometia a alcançar uma meta de inflação independentemente do que acontecesse à taxa de câmbio. O objetivo real era a estabilidade de preços, não a estabilidade da taxa de câmbio, a moeda estava livre para flutuar, desde que as metas inflacionárias fossem atingidas.

Na visão de Gleizer<sup>59</sup>, a política de metas inflacionárias surgiu no mundo desenvolvido para substituir a ortodoxia monetarista, que falhara naquilo que é um dos

---

<sup>56</sup> COSTA, Fernando Nogueira da, et al. Meta inflacionária, juros e preços no varejo. Texto nº82, jul/1999. IE/UNICAMP.

<sup>57</sup> Idem.

<sup>58</sup> MOLANO, Walter. A dissonância cognitiva do real. Encontrado em: <http://amanha.terra.com.br/> . Acessado em: 20/08/2002.

<sup>59</sup> GLEIZER, Daniel. Diretor do BC defende sistema de metas. Seminário na Câmara dos Deputados, 05/12/2001.

pilares do sistema de metas inflacionárias – transparência –, que é a explicação para a sociedade daquilo que as autoridades monetárias estão fazendo no curto prazo.

No entanto, Céspedes<sup>60</sup> ressalta que neste regime as alterações imputadas à taxa de juros Selic – taxa básica –, principal instrumento de ação do Bacen, podem ocorrer em detrimento a diversos fatores, entre os quais: volatilidade do preço do petróleo; as dificuldades econômicas de países vizinhos; desaceleração da economia; elevação dos preços administrados, etc. Dessa forma, pode-se afetar negativamente a taxa de câmbio, provocando a desvalorização do real e, conseqüentemente, elevando a taxa de inflação.

Em 1999 e 2000, dois primeiros anos de funcionamento do sistema, as metas foram cumpridas, tendo sido fixadas respectivamente em 8% e 4%. Em 2001, foi fixada em 4%, mas a acentuada desvalorização cambial e a elevação dos preços administrados ocasionaram o descumprimento. Para o ano de 2002 o acordado foi de 3,5% com banda larga de 2%, resultando em um limite superior de 5,5%. Quanto aos próximos dois anos, o CMN decidiu recentemente alterar a meta de 2003 de 3,25% para 4% e fixar a de 2004 em 3,75%. A margem de tolerância foi ajustada para 2,5 pontos percentuais a partir do próximo ano.<sup>61</sup>

Segundo Carvalho<sup>62</sup>, o Bacen, para defender o cumprimento da meta inflacionária, que pode sofrer pressões resultantes de diversos choques e reprimir a alta dos preços, pode utilizar a elevação da taxa de juros (Selic), obtendo assim o desaquecimento

---

<sup>60</sup> CÉSPEDES, Carlos Hérman Rodas. Política Monetária. Encontrado em: [www.economia.lasalle.tche.br](http://www.economia.lasalle.tche.br). Acessado em: 23/09/2002.

<sup>61</sup> Idem.

<sup>62</sup> CARVALHO, Marcelo. O dilema da política monetária, São Paulo: Valor Econômico, 28/08/2001.

da economia, que através de uma demanda e investimento retraídos, provocam redução nos preços, proporcionando uma política monetária mais pragmática e flexível.

Na concepção de Pastore e Pinotti<sup>63</sup>, os países que aderiram ao regime de metas inflacionárias controlaram sua inflação. O sucesso alcançado repousa na credibilidade, que deriva de uma política monetária sólida e transparente, e da qualidade das políticas macroeconômicas que a suportam, constituída através de procedimentos de comunicação dos Bancos Centrais com os indivíduos, as empresas e os participantes do mercado financeiro. Assim, maximiza-se o fluxo e a qualidade das informações, formando as expectativas sobre as taxas de inflação futuras.

A adoção do regime de metas inflacionárias nos países que o aderiram foi acompanhada pelo aumento da autonomia operacional dos Bancos Centrais. Quanto mais autônomos são os Bancos Centrais, mais confiáveis parecem aos investidores. Isso lhes possibilita forçar o mercado financeiro a se comportar de forma menos acomodada.

Os regimes de metas inflacionárias têm uma virtude adicional: criam uma estrutura em que o Banco Central pode ser autônomo ao mesmo tempo em que se submete aos controles do Executivo. Enquanto o Governo cuida de estabelecer a meta de inflação desejável, deixa a cargo do Banco Central a decisão de como tal objetivo será perseguido. Essa divisão de responsabilidades proporciona um reforço à autoridade do Banco Central.<sup>64</sup>

---

<sup>63</sup> PASTORE, Affonso Celso & PINOTTI, Maria Cristina. As metas da inflação e o novo governo. Encontrado em: [www.estado.estadão.com.br](http://www.estado.estadão.com.br). Acessado em: 11/08/2002.

<sup>64</sup> THE ECONOMIST. As metas de inflação. Encontrado em: [www.economiabr.net/](http://www.economiabr.net/). Acessado em: 10/05/2002.

Segundo Dantas<sup>65</sup>, manter o dueto entre o Bacen e o Executivo em prol do sistema de metas inflacionárias no Brasil é uma tarefa que exige bastante perspicácia, já que as metas foram criadas por um decreto e a autonomia operacional do Bacen não, sendo esta um arranjo informal junto ao Governo, podendo ser alterada a qualquer momento.

O sistema de metas inflacionárias é uma obra em construção. Por trás de uma aparência muito simples - determinar metas de inflação, e dar autonomia ao Bacen para persegui-las, calibrando a taxa de juro básica, o sistema de metas tem aspectos de grande complexidade. É, por exemplo, baseado em modelos econométricos, cuja manipulação competente requer muito treinamento em matemática e estatística.<sup>66</sup>

Este sistema dá à política monetária um poder discricionário limitado. Isto significa que os sistemas admitem alguma flexibilidade, mas são suficientemente normatizados para dar confiança de que o Bacen não vai deixar de lado o objetivo de combater a inflação, para estimular a economia no curto prazo.<sup>67</sup>

Dantas<sup>68</sup> afirma que a flexibilidade é importante quando acontecem choques, sobre os quais nem o Bacen nem o Governo têm controle. A crise Argentina, por exemplo, elevou a taxa de câmbio no Brasil até US\$/R\$ 2,84, o que fez a inflação superar o limite das metas em 2001. Neste caso, é importante mostrar claramente à sociedade as razões do estouro.

---

<sup>65</sup> DANTAS, Fernando. Sistema de metas tem amplo apoio, O Estado de São Paulo, 18/05/2002.

<sup>66</sup> Idem.

<sup>67</sup> Idem.

<sup>68</sup> Idem.

A controvérsia ao sistema de metas inflacionárias está relacionada ao fato de que é muito difícil atingir estas metas de inflação com precisão. Os efeitos da política monetária sobre a inflação são bastante longos, problema que só é agravado pela longa defasagem temporal entre a ação da política e seus efeitos finais.

Para Gleizer<sup>69</sup>, o Bacen tem como obrigação normativa a manutenção da estabilidade de preços. Esta é definida através das metas inflacionárias estabelecidas pelo Governo que, através deste arranjo institucional, manifesta seu comprometimento com uma taxa de inflação baixa. O estabelecimento das metas inflacionárias com banda de tolerância deixa claro que o Bacen possui algum espaço discricionário para absorver, de forma inteligente, choques de oferta. O objetivo de longo prazo do Bacen é alcançar, na média, uma taxa de inflação baixa e cadente. O sistema preserva a discricionariedade, porém limitada pela trajetória das metas inflacionárias.

Podemos então entender que a Política Monetária não resolve problema de distribuição de renda e pobreza, mas pode fazer muito para que tais problemas não se avolumem ainda mais. Para isto, segundo Cysne<sup>70</sup>, o importante é não ceder às pressões distributivistas de curto prazo, e manter o foco na estabilidade de preços.

Uma das vantagens do mecanismo de *inflation targeting* atualmente em vigor é deixar claro para a sociedade que o Bacen está ciente de que a estabilização de preços é a sua mais importante tarefa.

---

<sup>69</sup> GLEIZER, Daniel. A decisão do Copom e o regime de metas para a inflação, São Paulo, Valor Econômico, 07/03/2002.

<sup>70</sup> CYSNE, Rubens Penha. O Copom e a pobreza. Rio de Janeiro, O Globo, 23/12/1999.

### 2.3. O Processo de Estabilização da Moeda no Brasil

O principal papel de uma Banco Central é zelar pela estabilidade da moeda, o que significa manter a inflação tão baixa que faça com que os consumidores aceitem reter a moeda sem percepção de perda significativa de poder de compra.

Segundo Delfim Netto<sup>71</sup>, até a década de 80, a política econômica era basicamente entendida como um problema mecânico de controle. Existiam os objetivos da política econômica: crescimento econômico, estabilidade dos preços e equilíbrio externo – e a autoridade manejava discricionariamente os instrumentos – política fiscal, monetária, cambial, etc – de forma a atingí-los.

Atualmente, a política econômica monetária mudou, tratando-se de um jogo entre a autoridade e os agentes, em que a primeira deve dizer clara e honestamente o que pretende, e os segundos, se acreditarem nela, aceitam o objetivo e entendem como irá atingi-lo.<sup>72</sup>

Delfin Netto<sup>73</sup> explana ainda, que o esperado de um sistema de metas inflacionárias é a baixa da inflação e pequena volatilidade, ajudando a acelerar o crescimento econômico, permitindo uma melhor alocação dos fatores de produção, uma escolha mais adequada dos investimentos e, conseqüentemente, um aumento da produtividade.

---

<sup>71</sup> DELFIM NETTO, Antonio Delfim. Sobre as metas inflacionarias. Revista de Economia Aplicada, v.3, n.3, jul/set/1999.

<sup>72</sup> Idem.

<sup>73</sup> Idem.



Um dos problemas que se colocam para acompanhar o desenrolar da inflação é estabelecer um “core”, ou seja, um “âmago da inflação” que seja relativamente estável e capaz de distinguir as perturbações produzidas por efeitos transitórios sobre os preços (quebra de safra, choque de preços da energia, aumento de impostos, de tarifas alfandegárias ou públicas), daquelas que resultam de pressões estruturais de oferta e procura que podem ser influenciadas pela política monetária.<sup>74</sup>

As primeiras são passageiras e ocorrem uma vez. São mudanças de preços relativos que aumentam (ou diminuem) o nível de preços, mas não produzem um processo inflacionário. As segundas são cumulativas e sua persistência tende inicialmente a elevar alguns preços, depois criar uma “expectativa” de inflação, em seguida contagiar todos os preços e, finalmente, iniciar reivindicações de correções nominais.<sup>75</sup>

Segundo Galvão<sup>76</sup>, tanto as perturbações produzidas por efeitos transitórios quanto as que resultam de pressões estruturais de oferta e procura, são acompanhadas pelo Bacen, na análise de suas metas inflacionárias. Alguns aumentos de preços são provocados por fatores temporários, não fazendo sentido o Bacen elevar a taxa básica de juros como consequência dessas situações, uma vez que o aumento de juros desacelera a economia e provoca elevação do desemprego.

Os índices de preços que controlam a meta inflacionária são “expurgados” dos itens mais voláteis e dos aumentos produzidos pelo governo ou pelo Bacen. O Brasil

---

<sup>74</sup> DELFIM NETTO, Antonio Delfim. Sobre as metas inflacionarias. Revista de Economia Aplicada, v.3, n.3, jul/set/1999.

<sup>75</sup> Idem.

<sup>76</sup> GALVÃO, Arnaldo. Política econômica: meta de inflação do BC. Valor, 08/04/2002.

escolheu o Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA), construído mensalmente pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas (IBGE), sem nenhuma correção. Este é, certamente, o de maior cobertura geográfica e de renda, e que melhor credibilidade proporciona ao processo de metas inflacionárias.

Galvão<sup>77</sup> atenta que o Índice de Preços ao Consumidor Ampliado é utilizado pelo Bacen para o acompanhamento dos objetivos estabelecidos no sistema de metas inflacionárias, balizando a política monetária. O índice mede as variações de preços ao consumidor ocorridas em regiões metropolitanas, como: Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba, Porto Alegre, Brasília e Goiânia. Refletindo a variação de preços das cestas de consumo de todas as famílias que recebem aproximadamente entre um e quarenta salários mínimos ao mês.

Para Durão<sup>78</sup>, o atual sistema de metas inflacionárias, utilizado pelo Bacen, tem tolerância de dois pontos percentuais para baixo e para cima, e os preços administrados representam 30% do índice do Índice de Preços ao Consumidor. Em julho de 2001, o Comitê de Política Monetária decidiu que a definição de preços administrados passaria a incluir um conjunto ampliado de itens com peso de 30,7% no Índice de Preços ao Consumidor, e esse conjunto é integrado por eletricidade, gasolina, telefone fixo, ônibus urbano, plano de saúde, água e esgoto e gás de botijão, etc.

As metas inflacionárias objetivam a estabilização das expectativas inflacionárias e a construção de um mecanismo de coordenação dos preços. Com a manipulação da taxa de

---

<sup>77</sup> GALVÃO, Arnaldo. Política econômica: meta de inflação do BC. Valor, 08/04/2002.

<sup>78</sup> DURÃO, Vera Saavedra. O core inflation do BC. Rio de Janeiro, Valor, 10/04/2002.

juros nominal de curto prazo – que é variável sob controle do Bacen – espera-se influenciar a taxa de juros real de longo prazo e a taxa de câmbio real, para controlar a demanda.

O núcleo de inflação ou *core inflation*, é imune aos efeitos primários de oferta; este é um bom medidor de preços, porque registra somente os efeitos secundários das variações de preços, coincidindo com a política adotada atualmente pelas atas do Comitê de Política Monetária no mês de abril de 2002, não levando em conta na trajetória da política monetária os aumentos do petróleo, ou seja, os impactos primários de oferta.

O respeito às metas inflacionárias, de fato, é a essência do regime e a tentativa contínua de sua observância é a chave da credibilidade do Bacen, mas tais metas não são um fim em si mesmas, mas um instrumento para alcançar a estabilidade.

No entanto, nesta linha de pensamento, devemos observar que o a condução do Bacen rumo às metas inflacionárias é vulnerável quando sobrevêm choques, que estão além do alcance da política monetária, valendo a representatividade do contexto econômico adotado pelo Executivo.

Segundo Barros e Schechtman<sup>79</sup>, o Bacen optou atualmente em adotar um sistema de metas inflacionárias mais flexível, sendo menos amarrado ao ano calendário e mais atrelado a um período de tempo mais longo, calibrando sua política considerando a convergência da inflação efetiva para a esperada para os meses adiante.

---

<sup>79</sup> BARROS, Rebecca & SCHECHTMAN, Jack. Preços: é preciso separar a aritmética da economia. Rio de Janeiro, Valor Econômico, 07/04/2002.

Para Mori e Mathias<sup>80</sup>, ao verificarmos o regime de metas inflacionárias do Banco Central da Nova Zelândia (RBNZ), atentamos para o fato de sua rigidez em face de outros países. Mas, ao admitir cláusula de escape, a fim de criar condições compatíveis com a estabilidade de preços no longo prazo - adotando uma postura pró-ativa frente às dificuldades - introduziu em seu sistema de metas inflacionárias as seguintes modificações:

- Em 1990, o horizonte temporal para obtenção da meta inflacionária foi expandido em 12 meses;
- Em 1996, a meta inflacionária foi alterada passando de 0% a 2% para 0% a 3% e, finalmente,
- Em 1999, a *Policy Target Agreement* – PTA foi alterada para explicitar a necessidade de evitar instabilidades desnecessárias sobre o PIB, os juros e a taxa de câmbio.

A Nova Zelândia tornou-se modelo de um país que mantém a estabilidade de sua moeda. Precursor no uso da conduta de meta de inflação, viabilizando mudanças quando necessário, mostrou que a flexibilidade representativa do sistema não o tornou estático.

---

<sup>80</sup> MORI. Rogério & MATHIAS Alexandre. Cláusulas de escape e o BC. Rio de Janeiro, Valor Econômico, 10/04/2002.

Segundo Andrade<sup>81</sup>, no Brasil já existe um consenso de que a partir da introdução do regime de metas inflacionárias em 1999, existe uma satisfatória autonomia operacional do Bacen na condução da política monetária. O Bacen pôde, neste período, ajustar sua política monetária de forma a perseguir o seu objetivo principal de meta inflacionária, mostrando que esta autonomia pode ser benéfica do ponto de vista econômico.

Para Monteiro<sup>82</sup>, existem mais atribuições ligadas ao Bacen além da busca a estabilidade da moeda, tratando-se do zelo pela liquidez e pela solvência das instituições financeiras e, também, da condição de prestador de última instância no âmbito do mercado financeiro doméstico. As atribuições são de natureza técnica e não política. O instrumento de política deverá ser direcionado para o Ministério da Fazenda.

A representatividade de um Bacen com autonomia operacional já foi alcançada em outros países. Monteiro<sup>83</sup> acrescenta que no caso brasileiro a representatividade caminha na teoria, embora efetivamente na prática esta condução já se estabeleça, necessitando avançar mais. A autonomia no Brasil num primeiro momento se contrapõe às questões políticas que os legisladores desejam conduzir.

A conquista da credibilidade se constitui como fator preponderante na condução de qualquer política de médio e longo prazo. Assim, com o distanciamento da interferência política, a atuação do Bacen se prolongará com efeitos no gerenciamento de nossa moeda.

---

<sup>81</sup> ANDRADE, Eduardo de Carvalho. O novo governo e o Banco Central. Rio de Janeiro, Valor Econômico, 22/08/2002.

<sup>82</sup> MONTEIRO, Paulo da Veiga. A quem interessa o BC independente? Valor Econômico, 04/01/2002.

<sup>83</sup> Idem

Para Binder<sup>84</sup>, instituir concomitantemente o conceito de credibilidade ao Bacen é um fator relevante, visto que quando se investe neste aspecto pode-se alcançar mais vantagens em curto prazo. Tomemos, como exemplo, uma situação em que num dado momento o Bacen queira abandonar uma meta inflacionária de crescimento monetário, sem que se pense que mudaram sua estratégia de longo prazo. Com credibilidade terá margem suficiente para atuar.

A adoção do Bacen com autonomia facilitaria a execução de suas estratégias de longo prazo, no entanto, a destreza operacional da instituição colidiria muitas vezes com medidas econômicas de caráter imediato do Governo que denominamos, constituindo num dos dilemas com que o Bacen se depararia. Em caso especial o dilema é ter de optar entre medidas econômicas capazes de favorecer a estabilidade de preços em longo prazo e os efeitos negativos dessas medidas sobre o crescimento econômico em curto prazo.

Nessa ótica, podemos concluir que um dos entraves para que se consiga a efetiva autonomia operacional do Bacen está no desgaste político, oriundo dos efeitos negativos de medidas de longo prazo, levando a uma tendência de rejeição natural por parte dos Governos e dos políticos.

Para Rigolon<sup>85</sup>, na experiência brasileira existem agregados econômicos – inflação, indexação, dívida, déficit público e estabilização - que ajudam a reduzir o interesse das autoridades pela autonomia do Bacen. A persistência da inflação elevada incentiva o aparecimento de mecanismos formais e informais de indexação nos mercados

---

<sup>84</sup> BINDER, Alan. Bancos centrais: teoria e prática. São Paulo: Ed. 34, 1999. p. 82.

<sup>85</sup> RIGOLON, Francisco José Zagari. Independência do banco central: teoria e aplicações para o Brasil, Rio de Janeiro, Ensaios BNDES 3, abril/1997

financeiros e de trabalho. A indexação, ao estabilizar parcialmente o valor real dos estoques de ativos e dos fluxos de renda, atenua os custos da inflação e pode reduzir a importância atribuída à estabilidade dos preços e, conseqüentemente, à autonomia do Bacen.

Uma grande dívida interna reduz a preferência das autoridades políticas pela autonomia do Bacen. Rigolon<sup>86</sup> acrescenta que a razão é que o incentivo a cancelar parcialmente a dívida via inflação aumenta com o montante da dívida. O desejo de crescimento rápido com taxas de juros baixas ratifica a preferência destes governos por Bancos Centrais dependentes. Em muitos casos, a própria utilização dos Bancos Centrais como bancos de fomento limita a sua autonomia para buscar a estabilidade dos preços.

A autonomia do Bacen é desejável para funcionar como mecanismo preventivo, após estabilizações bem-sucedidas, vide alguns exemplos de países que optaram por este sistema operacional.<sup>87</sup>

Um Banco Central autônomo é um instrumento importante para a estabilidade. Ele será tanto mais eficiente quanto mais responsável for a política fiscal. Sua efetivação envolve a capacidade de auto-ajuste da economia e a concepção de moeda até a coordenação entre políticas econômicas e a interação economia-política.

---

<sup>86</sup> RIGOLON, Francisco José Zagari. Independência do banco central: teoria e aplicações para o Brasil, Rio de Janeiro, Ensaios BNDES 3, abril/1997

<sup>87</sup> Idem.

Para Nunes e Nunes<sup>88</sup> é importante transitarmos neste momento pelo real significado da palavra autonomia operacional da autoridade monetária quando estudamos suas dimensões. Podendo ser independente, mas devendo haver discussão sobre a necessidade da existência de limites, para utilização dos instrumentos monetários ou de quaisquer outros instrumentos.

Nunes e Nunes<sup>89</sup> tratam que quando estamos buscando esses limites é porque consideramos ser eles sinônimo de planejamento, de coordenação entre políticas econômicas, o que, pela definição, tornaria a autonomia operacional algo aceitável.

O conceito de autonomia *stricto sensu* significa que a autoridade monetária possui competência exclusiva e autonomia técnica, administrativa e financeira para determinar a política monetária. Para Rigolon<sup>90</sup>, a autonomia técnica deve estender-se também à gestão das políticas creditícia, de dívida pública e cambial, em virtude das interações que estas possuem com os agregados monetários.

O ponto fundamental refere-se à submissão da política fiscal à monetária, o que distancia esse conceito da ótica de coordenação. A autonomia pode ser acompanhada da imposição de normas legais que impeçam o financiamento monetário de gastos públicos como, por exemplo, restrições ao uso dos recursos do Bacen pelo Governo, mas, fundamentalmente, confere ao Bacen um poder discricionário quase absoluto.<sup>91</sup>

---

<sup>88</sup> NUNES, Ricardo da Costa & NUNES, Selene Peres. A proposta de independência do BC: Uma visão crítica, 2002.

<sup>89</sup> Idem.

<sup>90</sup> RIGOLON, Francisco José Zagari. Independência do banco central: teoria e aplicações para o Brasil, Rio de Janeiro, Ensaios BNDES 3, abril/1997.

<sup>91</sup> Idem.



Se o Bacen é o guardião natural da moeda, possui também a responsabilidade de adaptar o volume de meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional, prevenindo e corrigindo surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa.

Para que o Bacen possa perseguir o seu objetivo, qual seja, o de assegurar a estabilidade de preços e o poder de compra da moeda, o processo institucional de determinação da política monetária e o monitoramento do seu desempenho devem impedir sua sujeição às pressões do Governo. Ou seja, deve haver autonomia operacional.

As regras para admissão e demissão da diretoria do Bacen podem, por exemplo, definir mandatos não coincidentes com o do presidente da República, em torno de cinco e quatro anos. Devendo haver a aprovação pelo Senado, tanto da indicação dos nomes como da sua exoneração, quando solicitada pelo presidente da República.

A autonomia operacional, por sua vez, consiste na existência de um orçamento próprio para o Bacen, com incorporação dos resultados operacionais da instituição no seu próprio patrimônio. Esse ponto surge também em oposição à transferência de resultados ao Tesouro, como contrapartida da receita de senhoriagem, que é criticada por alguns como mantenedora do financiamento monetário à política fiscal.

O Bacen não deve ficar ao sabor do ciclo político ou permitir que a gestão da moeda obedeça aos desejos e impulsos das mudanças do Governo. Deve-se ressaltar a importância do controle político da Instituição. Todo o processo operacional do Bacen deve ser transparente tanto para o Governo quanto para seus eleitores. Do contrário, a

democracia perde sua razão, dado o predomínio do mercado financeiro em relação aos demais setores econômicos da sociedade.<sup>92</sup>

Não podemos imaginar as sociedades complexas em que vivemos sem um Bacen dotado de enorme poder, de considerável grau de arbítrio, mas que, ao mesmo tempo, não seja controlado pela democracia.

Para tanto, torna-se necessária a determinação de limites para a ação do Bacen, assim como a criação de mecanismos que dêem agilidade à instituição em momentos de crise. Dessa forma, passa a existir garantia e defesa diante das injunções políticas e do sistema financeiro, sendo necessária adoção de algumas regras que estabeleçam a obrigação de prestação de contas ao Legislativo e estipulem a possibilidade de punição de dirigentes do Bacen.

O princípio da autonomia é basilar para que o Bacen possa cumprir o seu papel. Assim, além de manter personalidade jurídica própria, a Instituição pode controlar suas medidas de gestão administrativa, sem a ingerência de medidas políticas.

Para Delfim Netto<sup>93</sup>, se não existir rigorosa política fiscal que produza, no mínimo, superávits primários suficientes para manter permanentemente estável a relação dívida líquida/PIB considerada aceitável pelos credores, uma eventual autonomia do Bacen não será condição necessária e suficiente para garantir a estabilidade dos preços. A política

---

<sup>92</sup> Revista do Sindicato Nacional dos Funcionários do Banco Central, Governo e oposição divergem sobre autonomia do BC .Encontrado em: [www.sinal.com.br](http://www.sinal.com.br) . Acessado em: 10/07/2002.

<sup>93</sup> DELFIM NETTO, Antonio. Independência do Banco Central, Folha de São Paulo, 24/04/2002.

monetária só funciona quando apoiada numa política fiscal rigorosa, assim como o comportamento da taxa de câmbio depende de ambas.

A formulação e a implementação da política monetária devem ser colocadas sob a exclusiva responsabilidade de um Bacen autônomo. Para alcançar a estabilidade dos preços, é necessário que os Bancos Centrais atuem com força e *timing*, quando, por exemplo, a política monetária tiver de ser usada para contrabalançar políticas fiscais inadequadas.

Patrício<sup>94</sup> destaca o posicionamento contrário, tido como clássico, de Milton Friedman à autonomia dos Bancos Centrais, no qual afirma que a proposta do Banco Central autônomo tem inconvenientes políticos e técnicos. Politicamente, dar muito poder a presidentes de Bancos Centrais parece ditatorial e autoritário. Do ponto de vista técnico, a autonomia do Banco Central conduz a uma grande dependência de personalidades e a uma ênfase indevida no ponto de vista dos banqueiros. Sugerindo a adoção de regras fixas de conduta para as autoridades monetárias, dando ao público maior controle sobre estas, através da autoridade política, sem submeter a política monetária às interferências diárias dos políticos.

Segundo Fraga<sup>95</sup>, o dinheiro é um bem público e os Bancos Centrais devem ter cunho social e entregar um bem público. Tratamos como bem público a estabilidade, a previsibilidade e o meio monetário ambientalmente saudável, que é uma vantagem e não

---

<sup>94</sup> PATRÍCIO, Inês. Guardiões da moeda e contra-poderes: o controle do Banco Central pelo legislativo. Encontrado em: [www.jbonline.terra.com.br](http://www.jbonline.terra.com.br). Acessado em: 05/08/2002.

<sup>95</sup> FRAGA, Armínio. As lições do “xerife” do dinheiro. Encontrado em: [www.jbonline.terra.com.br](http://www.jbonline.terra.com.br). Acessado em: 15/05/02.

ponto negativo para uma economia. Assim, Bancos Centrais são instituições sociais porque tentam entregar algo que é bom para a sociedade como um todo, onde cada um se beneficia.

Para Patrício<sup>96</sup>, este fraco cenário institucional terminou levando-nos a uma longa via de inflação alta. E quando se está num ambiente inflacionário, é terrivelmente difícil calcular a política fiscal. Os números não têm um significado real, principalmente quando a inflação se acelera, resultando em dificuldades na administração de uma sólida política fiscal. Por outro lado, com uma política fiscal fraca, é impossível combater a inflação.

Os Bancos Centrais precisam ter objetivos de longo prazo, assim como necessitam de ferramentas e de mandato para persegui-los, tratando-se da busca pela instrução do Bacen para a atuação com visão de longo prazo, de maneira não-política e consistente com o tempo.

Segundo Andrade<sup>97</sup>, estudos mostram, por exemplo, que países com Bancos Centrais mais autônomos apresentam uma melhor performance no controle da inflação. O Bacen, do ponto de vista legal, continua não tendo autonomia. O Governo deveria ter insistido politicamente na regulamentação do artigo 192 da Constituição que versa, dentre outros, sobre a organização, o funcionamento e as atribuições do Bacen.

Portanto, para o Bacen alcançar sua autonomia operacional com base legal será necessária à aprovação da Proposta de Emenda Constitucional PEC 53-A, que altera os

---

<sup>96</sup> PATRÍCIO, Inês. Guardiões da moeda e contra-poderes: o controle do Banco Central pelo legislativo. Encontrado em: [www.jbonline.terra.com.br](http://www.jbonline.terra.com.br). Acessado em: 05/08/2002.

<sup>97</sup> ANDRADE, Eduardo de Carvalho. O novo governo e o BC. Valor Econômico, 22/08/2002.

artigos 163 e 192 da Constituição Federal de 1988. Apesar promulgar a autonomia do Bacen, os artigos que impõem alguns limites, pois apresentam a criação de uma agência fiscalizadora e estabelecem para os dirigentes da Instituição mandatos não-coincidentes com o do presidente da República.

Para Franco<sup>98</sup>, o grau de autonomia do Bacen é muito baixo em função de três elementos da nossa legislação:

- Primeiro: os dirigentes do Bacen não têm mandato fixo como, por exemplo, um conselheiro de agência reguladora;
- Segundo: a formulação das políticas monetária e cambial cabe privativamente (lei 4.595) ao Conselho Monetário Nacional – CMN, um colegiado de três membros, um dos quais o presidente do Bacen. Os outros são o Ministro da Fazenda, que preside o CMN, e o Ministro do Planejamento. O Bacen apenas executa as diretrizes do CMN;
- Terceiro: o comando legal (lei 9.069) que subordina o CMN a “diretrizes do Presidente da República”.

As virtudes das metas inflacionárias correspondem, em grande medida, à ausência dos vícios de outros regimes. Diferentemente do atrelamento à taxa de câmbio, o regime de

---

<sup>98</sup> FRANCO, Gustavo H.B.A independência, o muro, e os “imexíveis”. Encontrado em: [http:// venus.rdc.puc-rio.br/gfranco](http://venus.rdc.puc-rio.br/gfranco). Acessado em: 10/07/2002.

metas inflacionárias não é vulnerável a ataques especulativos contra a moeda. A inflação é o objetivo final, não o intermediário. Caso houvesse relação direta entre o crescimento da base monetária e a inflação, isso não teria importância.

Mas, tal relação já provou ser enganosa, sobretudo em função da instabilidade da demanda por dinheiro.

Em contraste com isso, o estabelecimento de metas explícitas de inflação ancora as expectativas de preço de maneira muito mais direta, pois combina um regime transparente e baseado em regras com a garantia de alguma liberdade de ação tática ao Bacen. Como acontece com os melhores passes de mágica, há aqui certo artil: as metas inflacionárias dependem de credibilidade.

Caso o Bacen seja capaz de convencer o público e o mercado de que está profundamente comprometido com seu objetivo, as expectativas das pessoas se modificarão. A partir do momento que os responsáveis pela fixação de preços e pelas barganhas salariais passam a acreditar que o Bacen fala sério, a política monetária ganha fôlego extra.

### 3. BANCO CENTRAL E A AUTONOMIA OPERACIONAL

#### 3.1. Conceitos e definições

Segundo Saddi<sup>99</sup>, a palavra “autonomia” advém do grego *autós* (próprio, peculiar) e de *nomos* (lei, regra). Pressupõe a idéia composta de direção própria, de agir ou deixar de agir, de possuir a faculdade de organização, administrativa e jurídica. A noção de autonomia pode ser expressa também como a direção própria daquilo que é próprio. A autonomia é apenas uma faculdade dada a um órgão da administração para reger-se.

Burdekin e Laney<sup>100</sup> acrescentam maior discernimento econômico ao conceito, quando ressaltam que a autonomia é uma das facetas para o arbítrio dos Bancos Centrais, uma vez que proporciona a sua diretoria a formulação da política monetária, ignorando apelos e pressões, tanto do Governo como dos variados *lobbies*. Dessa forma, conquista-se a alteração de suas metas monetárias de acordo com a conjuntura econômica. Particularmente, o Banco Central com autonomia operacional deve apertar a política monetária sempre que sentir as pressões inflacionárias se avolumando, mesmo que isso implique no desaquecimento da economia.

---

<sup>99</sup> SADDI, Jairo. Autonomia, independência ou contrato: o que devemos esperar do Banco Central. Encontrado em: [www.direitopublico.com.br](http://www.direitopublico.com.br). Acessado em 25/07/2002.

<sup>100</sup> BURDEKIN, Richard & LANEY, Leroy. Fiscal policymaking and the central bank institutional constraint. *Kyklos*, v.41, fasc.4, 1988.

Para Gudin<sup>101</sup>, existe uma dificuldade de determinar se é a autonomia do Banco Central que permite ao país registrar baixos índices de inflação, ou vice-versa. Proporcionando, assim, a visão de que não é possível o Banco Central com autonomia operacional para todos os países, mas só para os que já atingiram um padrão mínimo de ordem financeira e administrativa capaz de permitir o seu funcionamento eficaz.

No período compreendido entre os anos 80 e 90, a proposta de autonomia operacional para Bacen ganhou impulso, em especial, por causa da observação das pressões políticas sofridas pelos Bancos Centrais, tidos como vítimas destas, visto que desviavam sua função natural de defender o poder de compra da moeda.

Alguns pontos do desenho da autonomia operacional de um Banco Central podem se definidos através das seguintes características:

- Respaldo político para operar com autonomia;
- A responsabilidade pela condução da política monetária é responsabilidade das lideranças políticas eleitas;
- Caso as lideranças políticas decidam delegar tal responsabilidade para o Banco Central, esta deverá estar atrelada a uma ação transparente, com metas pré-estabelecidas e com objetivos de longo prazo;

---

<sup>101</sup> GUDIN, Eugenio. Princípios de Economia Monetária. v.1, ed.8, Livraria Agir Editora, 1972.



- Os objetivos não podem ser conflitantes, devendo estar alocados adequadamente numa estrutura institucional, efetivando assim a condução e o manejo da política monetária;
- Relacionamento entre o Banco Central e o Governo deve ser claro, transparente e principalmente consistente para que os objetivos de médio/longo prazos possam ser atingidos.<sup>102</sup>

O conceito de Banco Central com autonomia operacional nas diversas acepções do termo e o arcabouço teórico que o subsidia, sugere implementação nas diversas visões no âmbito da questão, entre elas situações favoráveis e desfavoráveis, dependendo do sentido e direção da política econômica balizada pelo Governo.

Para Blinder<sup>103</sup>, sua definição pode significar duas coisas: que o Banco Central tem liberdade para decidir como tentar atingir seus objetivos, uma vez ser possível selecioná-los sozinho, e segundo, que é muito difícil que qualquer outro setor do Governo anule suas decisões.

Segundo Sola *et al*<sup>104</sup>, os economistas rotulam os Bancos Centrais de autoridades monetárias pelas funções específicas de formular a política monetária e cambial, de

---

<sup>102</sup> PANDELÓ, Domingos Rodrigues. Banco Central do Brasil, São Paulo: 1996

<sup>103</sup> BLINDER, Alan. Bancos Centrais: Teoria e Prática, São Paulo: Ed. 34, 1999, p. 72.

<sup>104</sup> SOLA, Lourdes et all. Banco Central, autoridade política e democratização. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002, p.118.

assegurar a estabilidade financeira e de atuar como guardião da moeda. O desempenho dessas tarefas pressupõe o exercício de poderes específicos:

- A regulamentação do sistema financeiro;
- A supervisão monetária;
- A manutenção da credibilidade externa.

No entanto, pressupõe-se que o conceito da proposta de Banco Central autônomo significa arbítrio operacional no sentido de não precisar sacrificar suas metas de política monetária para acomodar decisões de política fiscal, atendendo somente a perspectiva do poder Executivo.

Bilnder<sup>105</sup> acrescenta que o argumento a favor da autonomia operacional é baseado no conflito existente com os incentivos políticos de curto prazo e a meta permanente da estabilidade monetária. Quando se consegue tal autonomia não se desvincula totalmente o Banco Central do Governo, pois ele não se torna independente. Entretanto, a Instituição protege a política monetária dos ciclos eleitorais, afastando-a de medidas econômicas de curto prazo de cunho político .

---

<sup>105</sup> BILNDER Alan. Bancos Centrais: teoria e prática, São Paulo: Ed. 34, 1999. p. 8.

Partindo da assunção deste procedimento operacional, vale destacar que dentro deste ambiente a sociedade pode determinar ou sinalizar os objetivos de longo prazo da atuação do Banco Central, mas é este quem escolhe como atingi-los.

Para Sola *et al*<sup>106</sup>, a discussão sobre a possibilidade da criação de um Banco Central autônomo no Brasil foi possível somente após a estabilização de preços e do sucesso do Plano Real, momento em que as condições econômicas e políticas passaram a propiciar condições para o seu estabelecimento.

Dentro da perspectiva de condutor de políticas econômicas de um país, o Banco Central tem a importância de manter uma postura perante a sociedade, contando com o depósito de confiança dado pela mesma, devendo ter como contrapartida não o silêncio, mas sim a prestação de contas e a divulgação pública dos critérios que norteiam suas decisões.<sup>107</sup>

O procedimento autônomo que permite ao Banco Central manter a credibilidade e preservar a discrição necessária para lidar com choques inesperados, sem sacrifício da estabilidade, sugere a conciliação entre credibilidade e flexibilidade, requerendo o desenvolvimento de novas molduras institucionais e a criação de novos processos decisórios.

---

<sup>106</sup> SOLA, Lourdes et al. Banco Central, autoridade política e democratização, Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002, p.114.

<sup>107</sup> BILNDR Alan. Bancos Centrais: teoria e prática, São Paulo: Ed. 34, 1999. p. 9.

Segundo Gleizer<sup>108</sup>, a preservação de graus de liberdade na condução da política monetária exige, em particular, que esteja pautada por considerações de longo prazo e respaldada por processos decisórios transparentes. Isto porque, para ser bem sucedida em seu modelo de atuação sob "discricionariade limitada", requer não apenas que o Banco Central conduza uma política monetária compatível com seus objetivos de longo prazo, como também que a sociedade perceba sua forma de conduzir. Assim, as políticas precisam ser bem entendidas e justificadas.

Quanto mais os arranjos institucionais puderem demonstrar que as políticas estão genuinamente buscando alcançar os objetivos declarados, maior a propensão dos agentes econômicos a crer nas decisões tomadas, visando iniciativas para a manutenção de políticas proveitosas. Medidas adotadas com pouca ou nenhuma justificativa ou explicação não atendem a estes critérios e suscitam dúvidas e suspeitas.<sup>109</sup>

Para Nunes e Nunes<sup>110</sup>, o Banco Central sem autonomia operacional submetido às razões de Estado e, conseqüentemente, a razões eleitorais, não consegue impedir que as variáveis naturais sejam afastadas de sua trajetória, nem evitar as pressões políticas que surgem para manter a taxa de juros abaixo do patamar condizente com a estabilidade de preços e nem para elevar a emissão de base monetária como forma de financiamento do déficit do setor.

---

<sup>108</sup> GLEIZER, Daniel. A decisão do Copom e o regime de metas para a inflação, São Paulo, Valor Econômico, 07/03/2002.

<sup>109</sup> Idem.

<sup>110</sup> NUNES, Ricardo da Costa & NUNES, Selene Peres. A proposta de independência do BC: uma visão crítica, 2002.

Assim, a atuação do Banco Central com autonomia operacional deve adquirir uma postura transparente em seu gerenciamento operacional. Gleizer<sup>111</sup> acrescenta que não se trata apenas de atender a uma demanda legítima da sociedade aberta, mas de um instrumento fundamental para reduzir a propensão dos agentes econômicos a nutrir suspeitas quanto às reais intenções do Banco Central. Portanto, este deve ser transparente quanto aos seus objetivos e quanto às razões das suas decisões e condutas.

Para tanto, um Banco Central autônomo deve divulgar informações, dados e justificativas de suas condutas de forma sistemática e rotineira. Em consequência, tem o aumento de sua flexibilidade, reagindo a crises reais e facilitando a construção de consensos na tomada de decisões difíceis e na adoção de medidas duras.<sup>112</sup>

A adoção do grau de transparência objetiva reduzir, e se possível eliminar, suspeitas de atitudes oportunistas na atuação dos Bancos Centrais. Além disso, se a taxa de inflação ultrapassar o intervalo de tolerância para o ano, o presidente do banco terá que encaminhar uma carta aberta ao Governo explicando as razões do desvio de atuação e, também, as formas de corrigi-lo.<sup>113</sup>

Este sistema de carta aberta, que é uma das características de um Banco Central com autonomia operacional, implica em um maior grau de transparência e é reforçado pelo aumento da comunicação entre a autoridade monetária e o público e é fundamental por três razões. A primeira, deixa claro que o Banco Central e o Governo estão comprometidos

---

<sup>111</sup> GLEIZER, Daniel. A decisão do Copom e o regime de metas para a inflação, São Paulo: Valor Econômico, 07/03/2002.

<sup>112</sup> Idem

<sup>113</sup> Idem.

com uma política de baixa inflação ao longo do tempo. A segunda, trata de um mecanismo de prestação de contas e de responsabilidade, podendo, inclusive, levar à substituição de sua diretoria. E, a terceira, reconhece a amplitude arbitrária do intervalo de tolerância. A carta aberta permite ao Banco Central, sob o escrutínio da sociedade, lidar com choques de oferta intensos e inesperados, sem impor à sociedade sacrifícios desnecessários.

O capitalismo, por causa das crises financeiras, experimentou diversas modificações estruturais, levando ao destaque o aparecimento da imagem de Bancos Centrais com amplos poderes. Colocado no centro do sistema financeiro, com as funções de banco dos bancos, controlador e fiscalizador dos mercados. Para Carvalho<sup>114</sup>, atualmente alguns Bancos Centrais exercem uma ampla variação de objetivos, descaracterizando, ou melhor, enfraquecendo seu objetivo primeiro que é: a estabilidade da moeda.

A política monetária, por sua própria natureza, requer um horizonte de longo prazo. Uma razão é que os efeitos da política monetária sobre a produção e a inflação vêm com longas defasagens, assim os diretores dos Bancos Centrais, responsáveis pela tomada de decisões, não vêem os resultados de suas ações por um bom tempo.

O significado, a razão e o foco desta autonomia é despolitizar o Banco Central. Segundo Caldas<sup>115</sup>, a autonomia operacional o tornaria imune a influências e demandas de governantes e seus aliados políticos, permitindo que se volte para um bem de todos: a estabilidade de preços, a preservação do valor da moeda.

---

<sup>114</sup> CARVALHO, Carlos Eduardo. Mercado Financeiro, São Paulo: 1991, p.49.

<sup>115</sup> CALDAS, Suely. A autonomia do BC, O Estado de São Paulo, 05/05/2002.

Para Roll<sup>116</sup>, o Banco Central com autonomia operacional deve ter sua área de ação bem definida, assim como suas metas a serem atingidas pela política monetária também devem ser explicitadas. Para tanto, promulgar uma lei é o primeiro passo para estabelecer normas operacionais, estabelecendo sua forma de prestação de contas da Instituição – *accountability* – e seu comportamento em algumas situações - guerras externas e outras -, estas últimas, épocas em que a política monetária não pode confrontar iniciativas do Executivo. A lei também deve estabelecer normas para nomeação e demissão da diretoria, devendo estabelecer mandatos longos, não coincidentes com os da presidência da República. Apesar das limitações e controle jurídico, a lei ampara o Banco Central, permitindo-lhe maior arbítrio operacional, não o deixando dependente das medidas políticas de cunho de curto prazo do Executivo.

Definidas algumas condições, que levam a caracterizar a autonomia do Banco Central, exemplificamos que deve existir: limitação de objetivos e funções; especificidade e precisão das metas; base estatutária para autonomia; garantias institucionais do Executivo; nomeação da diretoria do Banco Central.<sup>117</sup>

A condução da política monetária é um componente fundamental do quadro macroeconômico, assim, a medida em que o Banco Central cumpre suas metas devido ao maior arbítrio, ocorrem ganhos em credibilidade, consolidando a funcionalidade da autonomia operacional da Instituição.

---

<sup>116</sup> ROLL, E. Independent and Accountable: a New Mandate for the Bank of England London, Center of Economic Policy Research. 1993.

<sup>117</sup> Idem.

Para Mello<sup>118</sup>, podemos considerar que existem dois modelos principais para estabelecer a autonomia operacional de um Banco Central: os polares e os intermediários. No primeiro, o Banco Central recebe poderes legais para decidir qual vai ser o objetivo específico da política monetária e, também, para escolher o melhor conjunto de instrumentos de política monetária apropriados para atingi-lo. Esse modelo é chamado de "independência de objetivo e instrumento". Um conhecido exemplo é o do Bundesbank na Alemanha, como veremos adiante no processo que ocorreu na Europa, antes do estabelecimento do Banco Central Europeu (BCE).

Mello<sup>119</sup> apresenta ainda um segundo modelo, que é chamado de "independência de instrumento". Foi primeiramente adotado na Nova Zelândia (1990) como veremos adiante no processo que ocorreu na Nova Zelândia e, depois, Austrália, Canadá e Reino Unido. Nesse modelo, o Banco Central tem poderes e autonomia para escolher os instrumentos de política monetária que julgar mais apropriado. Os objetivos da política monetária ficam fora do poder exclusivo de decisão do Banco Central, sendo definidos por outras esferas de governo.

Podem existir outros modelos intermediários, mas o importante é que haja coordenação entre os Bancos Centrais com autonomia operacional e seus respectivos Governos, havendo fixação das metas, pois é difícil atingir os fins sem que haja essa coordenação.<sup>120</sup>

---

<sup>118</sup> MELLO, Pedro Carvalho de, A independência de bancos centrais pela ótica dos países latino-americanos, *Resenha BM&F*, nº 149, dez/2001.

<sup>119</sup> *Idem.*

<sup>120</sup> *Idem.*



Quanto ao nível de autonomia a ser conferido ao Bacen, dependerá de quanto se queira flexibilizar a política monetária, adotada para assegurar a estabilidade da moeda, retraindo as ingerências de ordem política.

O Bacen deve ser poupado de pressões políticas para financiar o Tesouro Nacional. Embora alguns Bancos Centrais com autonomia operacional atuem comprando títulos de seus Governos, essa forma de financiamento tem sido, no Brasil, mal empregada. A recente aprovação da Lei Complementar nº 101/2000, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), manteve essa possibilidade, apenas dispondo, no seu art. 39 § 2º, que o Bacen só poderá comprar diretamente títulos emitidos pela União para refinaranciar a dívida mobiliária federal que estiver vencendo na sua carteira.

#### 4. ABORDAGEM COMPARATIVA

As atividades exercidas nos diversos Bancos Centrais, de uma maneira geral, são desconhecidas para a grande maioria da população. Cada país possui seu Banco Central com suas especificidades, quer seja com autonomia operacional ou não, garantindo ou não avanços em suas economias, a partir da estabilidade de suas moedas.

A partir desta proposição, faremos uma incursão, a título de captar uma imagem comparativa, nas estruturas organizacionais e seus processos nos Bancos Centrais da Nova Zelândia, Alemanha e Chile, que possuem um gerenciamento dotado de autonomia operacional em suas Instituições, buscando consolidar, através de suas experiências, a obtenção da assunção da autonomia operacional no Bacen.

As reais possibilidades desta autonomia operacional são vastas, principalmente quando comparada a países em desenvolvimento, onde as peculiaridades do quadro institucional costumam contingenciar a autonomia do Banco Central e, como consequência, ocorre perda de eficácia da política monetária em relação ao objetivo da estabilização de preços.<sup>121</sup>

No tocante à discussão sobre a autonomia do Bacen, os diversos cenários possíveis podem ou não servir de modelos para a economia brasileira. As várias opiniões sobre o assunto sugerem a busca entre outras economias, quanto ao gerenciamento de seus

---

<sup>121</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Bancos Centrais de países desenvolvidos e em desenvolvimento – resenha comparativa. Brasília: 1994. p. 05.

Bancos Centrais autônomos, a fim de que seja possível estabelecer uma análise comparativa dos fatos, aguçando, com efeito, os resultados positivos desses países.

#### 4.1. O Processo no Chile

O Chile conviveu com um histórico de hiperinflação na década dos anos 80 quase que inabalável. A transição para a conquista da inflação de apenas um dígito foi progressiva e gradual. O Banco Central do Chile, em seus últimos doze meses, conseguiu atingir rigorosamente suas metas de inflação. O sistema de metas inflacionárias foi introduzido em 1990 e a inflação anual era de 27%. Em 2002 a meta oscilava entre 2% e 4%.<sup>122</sup>

O Banco Central do Chile é uma instituição com autonomia operacional, com capital próprio. Seu capital inicial pode ser acrescido pela capitalização de reservas, por ajustes para efeito de correção monetária ou por transferência de recursos a partir de fundos previstos na Lei Nacional do Orçamento.<sup>123</sup>

Tendo conquistado um maior grau de autonomia com a edição de sua lei orgânica em outubro de 1989, o objetivo principal do Banco Central do Chile consiste na

---

<sup>122</sup> No Chile, metas Asseguradas. Rio de Janeiro: Jornal do Comércio, Caderno de economia, 11/06/2002, A-3.

<sup>123</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Bancos Centrais de países desenvolvidos e em desenvolvimento – resenha comparativa. Brasília: 1994. p. 35.

manutenção da estabilidade da moeda e no desenvolvimento da estabilidade dos sistemas de pagamentos internos e externos.

O Banco Central chileno conquistou a autonomia operacional revolucionando a legislação em matéria de Banco Central existente na América Latina. A autonomia administrativa deriva da forma de como ficou definida a designação e destituição de seus dirigentes. A autonomia patrimonial, dotando o Banco com patrimônio próprio, o que lhe garante independência financeira. A independência na formulação das políticas monetária, cambial e creditícia foi garantida pela Constituição, que só pode ser revogada pelo poder legislativo.<sup>124</sup>

No que se refere à coordenação na formulação da política econômica, a nova lei prevê a participação do Ministro da Fazenda nas reuniões do Conselho Diretivo. Com direito a opinar e a propor a adoção de determinados acordos, a menos que todos os Conselheiros insistam na implementação de determinada medida, possui também o direito de suspendê-la por um prazo de 15 dias.

A conquista legislativa da autonomia permitiu ao Banco Central do Chile combinar e adotar fatores fundamentais para sua função operacional, tais como:

- Reformas estruturais;
- Condições externas favoráveis ao longo da década passada;

---

<sup>124</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Bancos Centrais de países desenvolvidos e em desenvolvimento – resenha comparativa. Brasília: 1994. p. 35.

- Política fiscal responsável;
- Sistema financeiro sólido e transparente, e
- Políticas monetárias firmes.<sup>125</sup>

Para tanto, tem como áreas de atuação básicas: a condução da política monetária; a administração da política cambial; além da supervisão bancária e financeira, em colaboração com o governo.

Em 1990, o Chile adotou o Banco Central com autonomia operacional, coincidindo com o retorno da democracia naquele país. Atualmente, as metas inflacionárias a serem perseguidas pela autoridade monetária são determinadas em conjunto com o Ministério da Fazenda e a diretoria do Banco Central, que tem mandato por prazo determinado de cinco anos, renováveis por igual período, de modo a se permitir a continuidade administrativa.

O Banco Central chileno publica as atas de suas reuniões com três meses de atraso, evitando, dessa forma, leituras e interpretações políticas das decisões. Não há financiamento direto ou indireto do Governo, exceto em caso de guerra, ou perigo de guerra, desde que devidamente autorizado pelo Conselho de Segurança Nacional.<sup>126</sup>

---

<sup>125</sup> No Chile, metas Asseguradas. Rio de Janeiro: Jornal do Comércio, Caderno de economia, 11/06/2002, A-3.

<sup>126</sup> Idem.

O estatuto do Banco Central do Chile tem como objetivo principal a manutenção da estabilidade da moeda e o desenvolvimento da estabilidade dos sistemas de pagamentos internos e externos. A prestação de contas à Presidência e ao Senado é anual, não impedindo que os representantes sejam chamados eventualmente em outras ocasiões, que não aquelas previamente estabelecidas pela legislação.

Pandeló<sup>127</sup> ressalta que a supervisão do sistema bancário é realizada pela Superintendência de Bancos e Instituições Financeiras, com o Banco Central do Chile tendo participação limitada no processo, atuando apenas na tomada de decisão quanto às propostas de suspensão de funcionamento ou liquidação de instituições problemáticas ou insolventes.

O Banco Central do Chile utiliza principalmente sua taxa de juros, em operações de mercado aberto. O Chile tem buscado atingir as metas inflacionárias e de agregados econômicos, previamente anunciados, como forma de mensurar sua eficácia, além de servir de importante instrumento na busca de transparência e legitimidade de suas ações.

#### **4.2. O Processo na Alemanha**

O Deutsche Bundesbank foi criado em 1957, seu objetivo principal é zelar pela estabilidade dos preços e pela manutenção do poder de compra, tendo a expectativa da

---

<sup>127</sup> PANDELÓ, Domingos Rodrigues Junior. Banco Central do Brasil, São Paulo, EAESP/FGV, 1996, p.51.

meta inflacionária de 2% ao ano. Concomitantemente, desenvolve algumas funções: a regulação da circulação monetária; do crédito na economia e da garantia do sistema de pagamentos.

A constituição legal do Banco Federal da Alemanha – Bundesbank – assegura estritamente a autonomia institucional e funcional, conferindo-lhe independência do Governo para o exercício de suas funções. Seu capital é totalmente subscrito pelo Governo. Sua autonomia é assegurada por lei. É exigido do Bundesbank que dê suporte à política econômica do Governo Federal, desde que esta não interfira sua função de salvaguarda da moeda.<sup>128</sup>

O Bundesbank não concede crédito direto ao Tesouro do Estado, não podendo manter em sua carteira títulos públicos que não são necessários para seu objetivo de execução de política monetária. No entanto, pode conceder créditos de curto prazo ao Governo, nos limites estabelecidos em lei.

Sua autonomia operacional se legitima primeiramente porque está prevista no estatuto da lei do Estado, que determina que o Banco Central da Alemanha deve apoiar a política econômica do Governo se, e somente se, tal apoio não colocar em risco a busca do objetivo maior – estabilidade da moeda. Os mandatos de sua diretoria são fixados por um período de oito anos e possui independência financeira, não tendo seu orçamento dentro do orçamento federal.

---

<sup>128</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Bancos Centrais de países desenvolvidos e em desenvolvimento – resenha comparativa. Brasília: 1994. p. 13.

Com a unidade monetária dos 12 países da União Européia – (Portugal, Espanha, França, Luxemburgo, Bélgica, Holanda, Irlanda, Finlândia, Alemanha, Áustria, Itália e Grécia), estabeleceu-se uma série de regras que, em síntese, tentam garantir a adesão dos países a uma cultura de estabilidade econômica através do combate à inflação. Para Bittencourt<sup>129</sup>, esses países europeus abriram mão de suas políticas cambial e monetária, entregando-as ao Banco Central Europeu (BCE).

O Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) é constituído pelo Banco Central Europeu (BCE) e pelos Bancos Centrais nacionais dos Estados-membros da União Européia (EU).

As atividades do SEBC são exercidas em conformidade com as disposições do Tratado que estabelece a Comunidade Européia e dos Estatutos do SEBC e do BCE. O SEBC é dirigido pelos órgãos de decisão do BCE.

O Conselho do BCE define a política monetária, enquanto que a Comissão Executiva executa a política monetária de acordo com as decisões tomadas e as orientações estabelecidas nas metas inflacionárias pelo Conselho do Banco Central Europeu.

Segundo Bittencourt<sup>130</sup>, o BCE mantém sua postura de autonomia operacional, contribuindo para dar credibilidade ao euro. A política monetária e cambial comum trata de maneira uniforme realidades desiguais. Nenhum país membro da União Européia pode

---

<sup>129</sup> BITTENCOURT, Silvia. O euro – série São Paulo, Folha Explica, Publifolha, 2002.

<sup>130</sup> Idem.

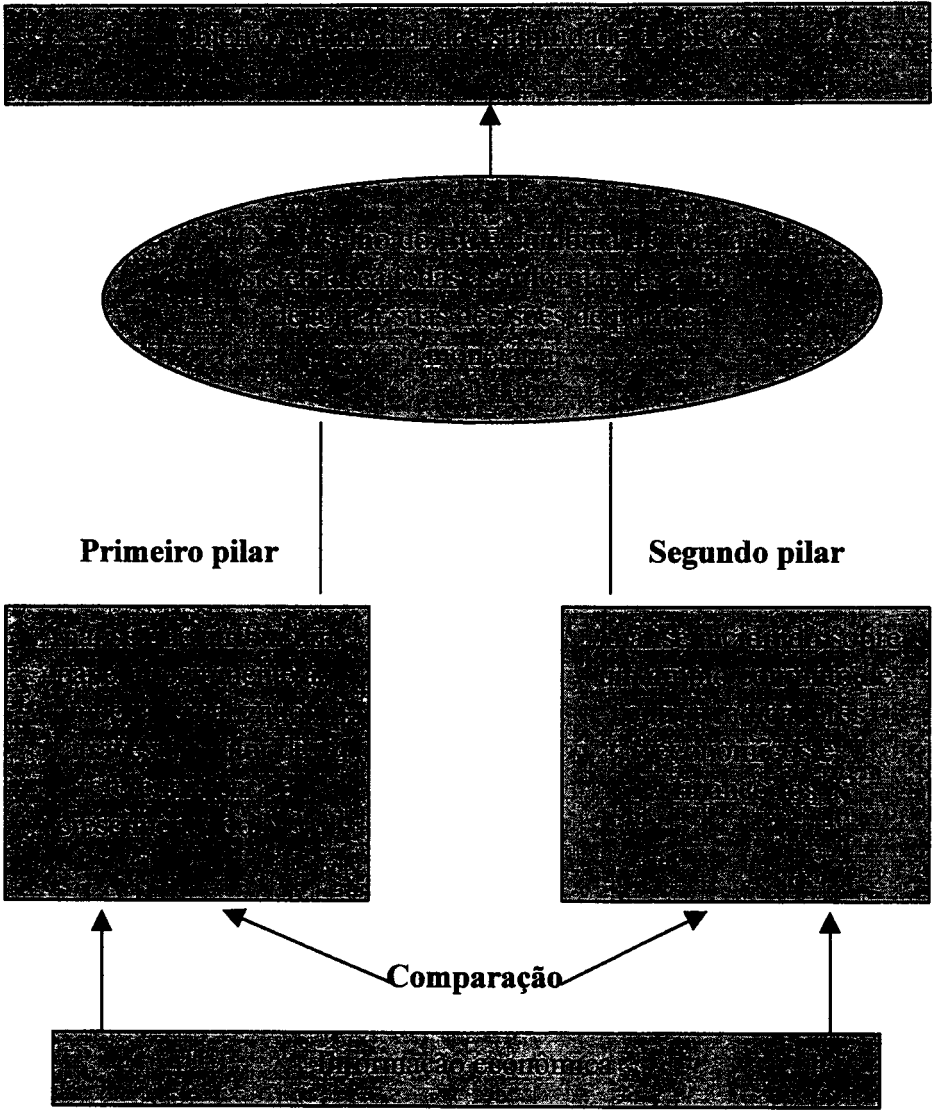


sozinho reduzir os juros para estimular a economia, ou desvalorizar a moeda para baratear as exportações. Tudo depende do BCE, que atua em conjunto, não para cada país.

O BCE foi modelado na estrutura do Bundesbank, com independência absoluta e uma política monetária orientada à estabilidade, uma vez que tal procedimento era considerado a melhor garantia de credibilidade.

A definição do BCE de estabilidade de preços está de acordo com as definições utilizadas pela maioria dos Bancos Centrais Nacionais (BCN) da área do euro no período anterior à transição para a União Monetária. Quando adotou as orientações gerais de política econômica para as metas inflacionárias, em julho de 1995, o Conselho da União Européia indicou que um valor de 2% seria a taxa máxima de inflação compatível com a estabilidade de preços.

**FIGURA 1: A estratégia de política monetária do BCE orientada para a estabilidade**



Fonte: Boletim BCE

O Conselho do BCE chegou a acordo quanto aos principais elementos da sua estratégia de política monetária orientada para a estabilidade de preços, conforme demonstra a Figura 1 das alternativas possíveis.

### 4.3. O Processo na Nova Zelândia

O Reserve Bank of New Zealand (RBNZ) foi fundado em 1934, desempenhando funções tradicionais de um Banco Central, quais sejam: emissor da moeda; operador da política monetária; consultor do governo na execução das políticas monetária e fiscal; administrador da liquidez do sistema bancário; prestador de última instância; supervisor do sistema financeiro; banco e agente fiscal do Governo; administrador da política cambial, dentre outras.

Sem precisão na definição de alternativas, o Governo da Nova Zelândia, até o período entre 1982 e 1984, mantinha uma relação com importância relativa nas políticas de governo, sem direcionar qual seria a estratégia para alcançar a estabilidade da moeda. Para Doenes e Zadeh<sup>131</sup>, o Governo e autoridade monetária optavam em conjunto por: bem-estar social, desenvolvimento, promoção (crescimento) de mercado, produção, pleno emprego, manutenção de preços estáveis no mercado interno.

Segundo Downes e Zadeh<sup>132</sup>, não existia uma opção a seguir, esta era alterada conforme as pressões políticas, implicando em medidas de curto prazo. Nesse ambiente o RBNZ não conseguia indicar, com precisão, ao governo, o que ocorreria com a política monetária do país. O poder de decisão estava nas mãos do Ministro das Finanças.

Os avisos feitos pelo RBNZ e pelo Tesouro a respeito da desordem da política monetária foram rejeitados pelo então Governo. No período entre os anos de 1984 e 1985,

---

<sup>131</sup> DOWNES, Patrick & ZADEH, Reza Vaez. The evolving role of central banks, FMI, Washington: 1991.p. 140-141.

<sup>132</sup> Idem.

um novo Governo se estabelece e começa a ser delineado o embrião da estrutura autônoma do RBNZ.

Logo se percebeu que os objetivos da política monetária do RBNZ eram extensos e sem eficácia. Suas atribuições legais estabelecidas eram amplas, mas o RBNZ tinha pouco poder de fato. Desta forma, buscou-se melhor desempenho através de mudanças implementadas, passando por uma profunda reestruturação entre 1988 e 1993.

Seus princípios foram: a descentralização, a explícita definição de funções e a responsabilidade e prestação de contas. O RBNZ passou a reportar-se ao parlamento acerca de sua eficácia e eficiência, especificando metas inflacionárias, crescimento dos agregados monetários e despesas operacionais.

Mathias e Mori<sup>133</sup> ressaltam que a Nova Zelândia foi a primeira nação a adotar formalmente o regime de metas inflacionárias. A adoção foi sucedida pela aprovação, pelo Parlamento, de uma legislação específica, *Policy Target Agreement* - PTA, estabelecendo as regras do novo regime.

A forma de atuação do RBNZ mudou radicalmente. Para Pinto<sup>134</sup>, a total transparência das ações praticadas pelo Banco leva muitas vezes a calorosas discussões que são conduzidas através de canais estabelecidos junto à sociedade. O sistema de metas inflacionárias daquele país é o mais rigoroso do mundo. Prevê até a demissão do presidente do seu Banco Central, em caso de descumprimento injustificado das metas.

---

<sup>133</sup> MATHIAS, Alexandre & MORI, Rogério. Cláusulas de escape e o BC. Rio de Janeiro, Valor, 10/04/2002.

<sup>134</sup> PINTO, Celso. A alta do IPCA amplia os desafios do Banco Central. Rio de Janeiro, Valor, 15/04/2002

A fixação das metas inflacionárias e dos prazos para seu cumprimento implica em um julgamento quanto aos custos sociais associados. Mathias e Mori<sup>135</sup> atentam para o fato do inegável caráter político destas decisões, que fez com que coubesse ao Parlamento neozelandês a tutela destes critérios fundamentais, o que lhe conferiu autonomia decisória na hierarquia de responsabilidade do regime.

O RBNZ alcançou a autonomia operacional para buscar a estabilidade de preços, ao mesmo tempo em que mantém, na esfera política, as decisões centrais sobre as metas inflacionárias e o prazo. As *PTA's* estabelecem eventos que, por estarem além do alcance usual da política monetária, permitem a revogação dos limites inflacionários correntes e sua substituição por novos limites, calibrados para algum cenário de choque.<sup>136</sup>

A legislação neozelandesa estabelece cláusulas de escape, autorizando a inflação a ultrapassar o limite das metas inflacionárias, na ocorrência de certos choques adversos, ou sejam; movimentos das taxas de juros que causem divergência entre o índice de preços geral e o núcleo ex-juros; flutuações significativas nas relações de troca com o exterior, ocasionadas por variações bruscas nos preços dos produtos de exportação ou de importação; desastre natural ou evento que afete significativamente o rebanho de gado; e alterações na estrutura dos impostos indiretos com efeito relevante sobre o nível geral de preços.<sup>137</sup>

Dentro deste gerenciamento, a transparência parece ser a chave para o sucesso do RBNZ, uma vez que a sociedade pode ver o que seu Banco Central faz, como ele obtém

<sup>135</sup> MATHIAS, Alexandre & MORI, Rogério. Cláusulas de escape e o BC. Valor, Rio de Janeiro, 10/04/2002.

<sup>136</sup> Idem

<sup>137</sup> Idem.

seus ganhos e como utiliza seus recursos. Os ganhos de eficiência obtidos pelo RBNZ contribuíram para sua credibilidade.

#### **4.4. O Brasil na Busca do Processo de Autonomia**

O Bacen era, a princípio, apenas um departamento do BB. Para Fraga<sup>138</sup>, o Bacen só se tornou um banco central em 1964. Antes dessa data, vivíamos com a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), uma ligação muito íntima, na verdade umbilical, com um banco comercial, tendo uma visão de negócios de Banco Central que felizmente não existe mais: um papel desenvolvimentista associado ao fornecimento de crédito barato.

O caráter de autoridade monetária foi outorgado ao Bacen pela Constituição Federal de 1988, preservando-o como autarquia com atribuições determinadas que, em resumo, lhe concede a responsabilidade pela estabilidade da moeda no Brasil.

Todos os ganhos obtidos com o Bacen, que atua com uma postura que promove autonomia operacional em seus atos, podem facilmente ser perdidos mediante uma nova administração, uma vez que estes atos não estão consubstanciados em lei que rege sua atuação de Bacen.

---

<sup>138</sup> FRAGA, Armínio. As lições do “xerife” do dinheiro. Encontrado em: [www.jbonline.terra.com.br](http://www.jbonline.terra.com.br) . Acessado em: 15/05/2002.

Lastreados pelas experiências de outras nações, podemos concordar que a estabilidade de preços proporciona um ambiente propício para que adotemos um Bacen com autonomia operacional.

Em todo o processo que envolve a discussão pela qual se enseja a autonomia operacional do Bacen, é necessário, em especial, abstrair dele ideologias adversas que se constituem em medidas de cunho político, buscando apenas o objetivo central de um Banco Central, ou seja, garantir a estabilidade da moeda e obter baixas taxas de inflação.

Podemos verificar que já houve um grande avanço nas funções do Bacen desde a Constituição de 1988. Época onde ocorreu uma definição estruturada de seu papel, perdendo funções que nada tinham a ver com a autoridade monetária e garantindo liberdade de atuação. Só que esta estruturação tem sustentação frágil, devido à influência do Executivo, que pode trazer interrupção, a qualquer momento, pelo Presidente da República.

A construção da estabilidade macroeconômica está vinculada à autonomia operacional do Bacen, a partir da efetiva atribuição de sua liberdade de atuação. Observamos, através da experiência de outros países, que as lições são úteis e ricas para o Brasil. Com flexibilidade podemos operacionalizar as metas inflacionárias e vencer alguns desafios.

Quais são os alvos da autonomia operacional de um Banco Central em geral? Segundo Downes e Zadeh<sup>139</sup>, certamente é estabilização o alvo principal da autonomia operacional da Instituição e também, seu assunto principal.

Para Simonsen<sup>140</sup>, o primeiro mandamento para a autonomia operacional de qualquer Banco Central consiste em proibir a emissão de moeda para financiar despesas públicas. Esse mandamento está incorporado à legislação brasileira, mas pode ser contornado, pois não se pode proibir o Bacen de comprar títulos públicos para injetar liquidez no sistema econômico.

O modelo de autonomia operacional deve abranger basicamente, os seguintes aspectos:

- Mandato por prazo determinado para sua diretoria, como forma de garantir continuidade de ações, maior autonomia operacional e credibilidade à condução da política monetária;
- Objetivo estatutário claramente definido e o mais restrito possível (manter a estabilidade da moeda);
- Imposição de limites ao financiamento direto ao Tesouro, garantindo maior disciplina fiscal e evitando que o financiamento de déficits governamentais, por parte do Banco Central, comprometa a estabilidade da moeda;

---

<sup>139</sup> DOWNES, Patrick & ZADEH, Reza Vaez. The evolving role of central banks, FMI, Washington: 1991.

<sup>140</sup> SIMONSEN, Mario Henrique. O Banco Central ideal, São Paulo, Exame, nº 28, 08/11/1995.



- Sólido mecanismo de *accountability*, como forma de mostrar-se transparente em suas ações, garantindo a justificativa e coerência com os objetivos estatutários, permitindo a prestação de contas;
- Autonomia orçamentária faz-se fundamental, principalmente para evitar pressões ou retaliações nas despesas de custeio do Banco Central em função da adoção de medidas que contrariem determinados interesses de curto prazo em relação ao Governo;
- Estrutura institucional, o aparato jurídico-institucional que dá respaldo às ações do Banco Central. Sendo através da adequação ou não da estruturação institucional, que a independência formal e real serão mais ou menos próximas.<sup>141</sup>

Na análise de Saddi<sup>142</sup>, os Bancos Centrais podem ser classificados, quanto à níveis de autonomia operacional, tais como os apresentados na figura 2.

---

<sup>141</sup> DOWNES, Patrick & ZADEH, Reza Vaez. The evolving role of central banks, FMI, Washington: 1991.

<sup>142</sup> SADDI, Jairo. O poder e o cofre: Repensando o Banco Central, São Paulo: Textonovo, 1997, p.54.

**FIGURA 2: Níveis de autonomia operacional**

Tipos de autonomia	Forma de atuação
<u>Nível raso</u>	Banco Central está subordinado ao Executivo, via de regra ao Ministério da Fazenda. Tem função de implementar e executar suas políticas monetárias definidas pelo Executivo, podendo participar de sua definição, mas sem poder de veto. Da mesma forma, a responsabilidade política pelo êxito ou fracasso não é da Instituição, mas do Governo.
<u>Nível Médio</u>	O Banco Central tem parcial liberdade na elaboração e condução da política monetária, já que está submetido a normas que limitam seu poder de arbítrio junto ao Executivo.
<u>Nível Pleno</u>	O Banco Central tem total liberdade na elaboração e condução da política monetária sem qualquer subordinação ao Executivo. Cabe-lhe escolher livremente os instrumentos a serem utilizados na política monetária, incluindo o poder de definir a sua própria estrutura interna, assim como a supervisão e controle do sistema financeiro. Trata-se de poder total de arbítrio, refere-se à liberdade de qualquer sujeição.

Holanda<sup>143</sup> ressalta que podemos estabelecer duas interpretações a essa discussão quanto ao caráter da autonomia operacional. A primeira encontra-se mais ligada ao conceito de "não-subordinação" ao Executivo, em que um Banco Central com autonomia

<sup>143</sup> HOLANDA, Marcos. Medindo a independência do Banco Central do Brasil, Texto nº 228, UFC, abril/2002.

operacional é tido por sua habilidade em manter-se afastado da influência do Governo, no sentido financeiro e político, mantendo a governabilidade dos atos que lhe são próprios. A segunda liga-se ao conceito de "não-conexidade", pelo qual um Banco Central com autonomia operacional, é aquele que administra a política monetária sem considerar os objetivos, as vezes conflitantes, da autoridade fiscal.

Ou seja, como exemplifica Holanda<sup>144</sup>, em quaisquer das duas interpretações sobre autonomia operacional do Banco Central reside o objetivo de possuir capacidade de buscar prioritariamente a estabilidade da moeda, mesmo que seja através de medidas de política monetária de pouco cunho político, não agradando o Governo, podendo esta, até mesmo, ocasionar o aumento no índice de desemprego.

No entanto, as duas interpretações de Holanda<sup>145</sup> podem se transformar dependendo do momento que se deseja enfocar. Na verdade as duas interpretações são complementares, pois a primeira refere-se a períodos em que não se constata conflitos entre políticas, das autoridades monetária e fiscal, e a segunda focaliza-se no comportamento que caracteriza um Banco Central com autonomia operacional em situações em que ocorrem tais conflitos.

A caracterização do Banco Central com autonomia operacional de uma maneira geral envolve aspectos institucionais, organizacionais e legais, que envolvem:

---

<sup>144</sup> HOLANDA, Marcos. Medindo a independência do Banco Central do Brasil, Texto nº 228, UFC, abril/2002.

<sup>145</sup> Idem.

- **Objetivos institucionais:** O Banco Central com autonomia operacional é definido pela liberdade, que o mesmo tem, na definição dos objetivos a serem alcançados, sendo o principal a estabilidade dos preços. Tendo o seu poder de arbítrio definido por seu nível de autonomia operacional, raso, médio ou pleno. Tal aspecto institucional mostra que, quanto maior o nível de autonomia operacional de seus objetivos estatutários e quanto mais restrito e claramente definido seu escopo de atuação, mais poder de arbítrio tem o Banco Central;
- **Responsabilidade e monitoramento das políticas monetárias:** Os Bancos Centrais considerados com maior nível de autonomia operacional têm o poder formal de determinar a política monetária a ser implementada sem qualquer interferência do Governo. Embora exista sempre o controle externo, que pode ser tanto do Governo quanto do público. No entanto, independente do nível de autonomia operacional, os Bancos Centrais dotados de alguma autonomia operacional tem que manter transparência em seu desempenho, para que não seja difícil de se monitorar suas políticas monetárias, seja pelo Governo ou pelo público em geral;
- **Limites de financiamento ao Governo:** O Banco Central com autonomia operacional, pode ser definido pela sua capacidade em não ceder diante das forças políticas para monetizar déficits orçamentários. Isso caracteriza o nível de autonomia operacional em relação aos poderes Executivo e Legislativo;

- Instrumentos de política disponíveis, e restrições ao seu uso: Para que um Banco Central tenha algum nível de autonomia operacional, há a necessidade de que o mesmo tenha à sua disposição respaldo legal, que lhe dê poderes totais ou limitados para sua atuação na implementação da política monetária, desvinculando-o totalmente ou parcialmente da autoridade política do Executivo.

Já os aspectos organizacionais envolvem:

- Função, composição, designação e demissão do presidente e dos diretores do Banco Central. De maneira geral, considera-se que um mandato mais longo e com prazo pré-fixado de seu presidente e diretores, de preferência desencontrado do mandato do poder executivo, contribui para conferir grande independência ao Banco Central;
- Financiamento das atividades do Banco Central. O ideal em um Banco Central seria ter o poder de elaborar e aprovar seu próprio orçamento. Os Bancos Centrais com autonomia operacional, geralmente, têm melhor gerenciamento financeiro em relação aos governos e quase sempre determinam seus próprios gastos orçamentários.

Abaixo verificamos alguns dos aspectos legais:

- A autonomia operacional legal pode ser estimada a partir da legislação que regula as instituições do sistema financeiro, sugerindo o nível de autonomia

operacional que os legisladores desejam atribuir aos seus Bancos Centrais. Será a existência de uma lei que efetivará a autonomia operacional de um Banco Central, e, para tanto, dependerá da doutrina jurídica do país e de muitos outros fatores oscilantes, tais como: personalidades, ideologias e alianças no interior do setor público, relacionamento entre o Banco Central e outras instituições públicas.<sup>146</sup>

Entretanto, segundo Gomes<sup>147</sup>, independentemente das modalidades de discussão, devemos considerar que o sistema financeiro é o centro essencial, o eixo, cuja fratura pode ser fatal. Nos séculos XVII e XVIII, os bancos comerciais realizavam empréstimos com percentual de lastro inferior a 100% e eram acometidos sempre por uma crise de confiança, impulsionando os Estados a estabelecer os Bancos Centrais, assumindo o monopólio das emissões, criando regras para as operações dos bancos comerciais, estabelecendo níveis de reservas mínimos, a supervisão dos bancos e detendo o caos monetário e bancário até então existente.

Os Bancos Centrais vieram proporcionar ordem e diretriz, centralizando e definindo as implementações de políticas monetárias, sugerindo com isso a confiança do sistema financeiro.

---

<sup>146</sup> HOLANDA, Marcos. Medindo a independência do Banco Central do Brasil, Texto nº 228, UFC, abril/2002.

<sup>147</sup> GOMES, Luiz Souza. Bancos Centrais e Instituições Internacionais de Crédito, Rio de Janeiro: FGV, 1967.

Maxfield<sup>148</sup> enfoca a ótica das fontes políticas à independência do Banco Central, apresentando-a sob três explicações:

- A "força política de diferentes grupos setoriais" que privilegiam estabilidade de preços ou emprego. Os primeiros preferem um banco central independente, enquanto os segundos preferem um "controle político do banco";
- A natureza das instituições políticas e o sistema partidário, ou seja, a "extensão da competição política molda o custo da mudança"; e
- A necessidade de financiamento do Governo.

No entanto, na perspectiva da importância das condições internacionais de autonomia operacional, pode-se constatar-la, uma vez que os detentores de ativos financeiros internacionais podem inclinar-se a investir em países com Bancos Centrais autônomos por duas razões:

- Os investidores contam com Bancos Centrais com discrição e autoridade para manter a estabilidade da política econômica nacional; e

---

<sup>148</sup> MAXFIELD, Sylvia. Gatekeepers of Growth: The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries Princeton, Princeton University Press, 1997. P.32

- Investidores internacionais podem acreditar na sua capacidade de influenciar a política, sendo ela maior quando for maior o nível de autonomia operacional tiver o Banco Central do Executivo.<sup>149</sup>

Maxfield<sup>150</sup> sinaliza que a autonomia operacional do Banco Central não atinge igualmente os investidores internacionais. A resposta varia conforme o tipo de ativo.

Apesar da falta de uma legislação consolidando sua autonomia operacional, o Bacen vem conseguindo adotar uma gestão com autonomia operacional, vide as mudanças substanciais em sua prática de conduta da estabilidade da moeda. Foram procedimentos que visam claros objetivos de política monetária: divulgação de Relatório de Inflação e minutas de reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM), indo além do que é exigido pela lei.

No início de 2000, segundo Sola *et al*<sup>151</sup>, o COPOM aprovou a resolução nº 2.685, visando disciplinar mais estritamente a capacidade dos bancos de utilizar as linhas de redesconto e de assistência de liquidez. As instituições precisarão demonstrar a real necessidade financeira e, ainda, a taxa de redesconto foi delegada ao COPOM, de modo que a utilização desenfreada do sistema será a punição com altas taxas de juros.

---

<sup>149</sup> MAXFIELD, Sylvia. *Gatekeepers of Growth: The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries* Princeton, Princeton University Press, 1997. P.35-36.

<sup>150</sup> Idem.

<sup>151</sup> SOLA, Lourdes et al. *Banco Central, autoridade política e democratização*, Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002, p. 191.



Aquela velha prática de que os bancos poderiam atuar expansivamente em operações de risco, sempre na expectativa de que o Banco Central viria socorrê-los, partindo sempre da premissa de que este é o remédio de última instância, tornou-se mais difícil, tendo em vista as transformações que foram implementadas no Sistema Financeiro Brasileiro.

A adoção do sistema de metas inflacionárias pelo Bacen trata-se de um item impulsionador na reforma institucional do mesmo, aumentando a transparência da autoridade monetária. As metas inflacionárias adotadas para a estabilização das expectativas inflacionárias conferem maior previsibilidade à política monetária.

A Lei de Responsabilidade Fiscal, aprovada pelo Congresso no início de 2000, passou a ter um impacto sobre os trabalhos da autoridade monetária. Sola *et al*<sup>152</sup> acrescentam que a lei impõe limites para o gasto público em todos os três níveis de governo, além de uma série de penalidades para eventuais violações.

Esta lei exige do Banco Central relatórios periódicos sobre os custos incorridos em suas operações, incluindo sua participação no mercado de taxa de câmbio.

A discussão sobre a estrutura e o funcionamento do Banco Central e o papel institucional deste deve ocorrer no âmbito do artigo 192 da Constituição do Brasil de 1988, que remete a matéria à lei complementar.

---

<sup>152</sup> SOLA, Lourdes et al. Banco Central, autoridade política e democratização, Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002, p. 222.

A exigência da lei complementar ao artigo cerceou o processo de transformações constitucionais a que estaria destinado o Banco Central. Este fato implicou na manutenção do estabelecido pela Lei 4595, uma vez que o Supremo Tribunal Federal determinou que, somente quando da edição da lei complementar ao artigo 192, ficaria revogada a lei 4595/64.

Uma transformação assumida pelo Banco Central foi o caráter transparente que a Instituição passou a assumir perante a sociedade, indo além do exigido pela lei vigente. A preocupação com a transparência é relevante, por exemplo, porque ao reduzir as incertezas dos agentes econômicos em relação à política monetária, o Banco Central contribui para uma maior eficácia da sua própria política.

Ao reduzir a assimetria entre o conjunto de informações do Banco Central e dos demais agentes da economia, contribui-se para uma redução da taxa de inflação.

Sinais relevantes emitidos pela autoridade monetária a respeito da sua política monetária futura, reduzindo o grau de incerteza dos agentes econômicos, provavelmente diminuem o nível da taxa de inflação.

Segundo Andrade<sup>153</sup>, a maior transparência por parte do Banco Central permite uma maior eficácia da política monetária, baseado no argumento de que, atualmente, a maior parte dos Bancos Centrais controla alguma taxa de juros de curto prazo para alcançar os seus objetivos de política econômica. Esta exerce uma importante influência sobre as

---

<sup>153</sup> ANDRADE, Eduardo de Carvalho. Bacen e BC's selecionados: Uma análise comparativa do nível de transparência. Rio de Janeiro, IBMEC, 02/01/2002.

expectativas do mercado sobre as demais taxas futuras de curto prazo que, por sua vez, afetam outras taxas importantes da economia, tais como as taxas de médio e de longo prazos, taxa de câmbio, etc.

Assim, quanto mais transparente a atuação do Banco Central, excluindo aquelas informações confidenciais pertinentes a qualquer autoridade monetária, as expectativas dos agentes econômicos sobre o que o mesmo irá fazer em relação às taxas futuras de curto prazo são melhor fundamentadas, tornando-as menos voláteis e mais previsíveis.

## 5. DISCUSSÃO SOBRE A AUTONOMIA OPERACIONAL DO BACEN

Quando falamos da autonomia do Bacen, estamos colocando-o pura e simplesmente como guardião da moeda, papel que se supõe poderá desempenhar brilhantemente, adequando todo o processo a longo prazo.

Segundo Patrício<sup>154</sup>, a independência dos Bancos Centrais, mais do que mera autonomia destes em relação aos Governos centrais, significa autonomia para perseguir o objetivo da estabilidade de preços. Ou seja, a autonomia equivale a uma tarefa estatutária única para o Bacen - a de guardião da estabilidade do poder de compra da moeda -, garantindo-lhe autonomia operacional completa da política, isto é, evitando que haja escolhas políticas, como, por exemplo, entre inflação e desemprego.

Existe um modelo ideal de Bacen para o Brasil, mas a questão é: como transpor as barreiras contrárias à obtenção desse modelo? Não podemos afirmar que não exista um consenso político. Todos convergem para a necessidade de uma Instituição com autonomia operacional, com objetivos definidos por uma Legislação.<sup>155</sup>

As discussões convergem para a questão em torno do quanto as experiências positivas de países com Bancos Centrais com autonomia operacional são ilustrativas,

---

<sup>154</sup> PATRÍCIO, Inês. Guardiões da moeda e contra-poderes: o controle do banco central pelo legislativo. Encontrado em: [www.jbonline.terra.com.br](http://www.jbonline.terra.com.br). Acessado em: 05/08/2002.

<sup>155</sup> Revista do Sindicato Nacional dos Funcionários do Banco Central, Governo e oposição divergem sobre autonomia do BC. Encontrado em: [www.sinal.com.br](http://www.sinal.com.br). Acessado em: 10/07/2002.

avaliando-se suas performances econômicas e seus sucessos em assegurar a estabilidade dos preços.

Para Nunes e Nunes<sup>156</sup>, um Banco Central submetido às razões do Governo e, conseqüentemente, à razões eleitorais, seria menos eficiente. A ingerência da política na economia tenderia sempre ao aumento de gastos, em detrimento das metas técnicas e os agentes perceberiam isso como sinal de fragilidade da política econômica.

Existe ainda uma tendência em torno desta discussão que contribui para que alguns autores vejam a autonomia do Bacen, não como um sinônimo de isolamento de pressões políticas, mas como uma forma diferente de exercer poder ou o quarto poder, conforme denominam.

Para Franco<sup>157</sup>, o modelo que se pretende para o Bacen é o mesmo das Agências Reguladoras, que necessitam de autonomia operacional em relação ao Governo e aos políticos, tendo em vista as pressões exercidas por estes em nome das empresas reguladas.

Franco<sup>158</sup> acrescenta que atualmente o Presidente da República assina um decreto onde estabelece, por exemplo, o sistema de metas inflacionárias. O CMN regulamenta e o Bacen executa. Caracterizando, assim, nenhuma autonomia operacional para o Bacen.

---

<sup>156</sup> NUNES, Ricardo da Costa & NUNES, Selene Peres. A proposta de independência do BC: Uma visão crítica, 2002.

<sup>157</sup> FRANCO, Gustavo. Independência, mandatos e quarentena. São Paulo, O Estado de São Paulo, 05/11/2001.

<sup>158</sup> Idem.

Nem sempre houve um consenso quanto ao objetivo de um Bacen. Atualmente, Saddi<sup>159</sup> ressalta que o consenso trata do objetivo principal e básico do Banco Central: zelar pela estabilidade da moeda, regulando sua oferta de tal forma, que conceda à sociedade a estabilidade de preços.

Conforme enfatizamos ao longo do texto, as discussões acerca da implementação da autonomia operacional no Bacen é muito extensa, visto que existem vários níveis para sua aplicação. Aprofundando melhor a questão, apresentaremos a seguir alguns fragmentos de opiniões de economistas que participaram do Seminário promovido pela Fundação Getúlio Vargas em São Paulo, em 2002. O encontro teve como tema “Você sabe o que é um Banco Central autônomo?”, cujo objetivo era colocar os argumentos favoráveis e contrários para a questão da redefinição do status do Bacen. Os debatedores foram os economistas:

- Gustavo Loyola – Ex-Presidente do Bacen;
- Guido Mantega – Professor da Universidade de São Paulo;
- Delfim Netto – Deputado Federal.

---

<sup>159</sup> SADDI, Jairo Sampaio. A disciplina constitucional do Sistema Financeiro Nacional e o Banco Central do Brasil, Seminários DIMAC nº 17, 14/06/2001.

## 5.1 Gustavo Loyola

A exposição iniciou-se com Gustavo Loyola, admitindo que a autonomia operacional do Bacen remete a vários aspectos e que é considerada muito importante para a condução da Instituição.

A importância para o economista de se instituir a autonomia operacional está no fato de que esta poderá criar uma couraça institucional, impedindo o mau uso da política monetária, impossibilitando que se gere ciclo negativo com intuito de atender políticas e pressões de curto prazo.

Desta forma, o Governo não demandaria utilizar o Bacen para gerar oferta excessiva de moeda na economia, proporcionando um bem-estar passageiro à luz da sociedade. Ele enfatiza que o propósito do Bacen é zelar pela estabilidade da moeda, sendo esta sua condição essencial e fundamental.

Admite que o Bacen possui uma autonomia precária dada pelo Congresso, podendo ser retirada a qualquer momento. Portanto, acrescenta que esta couraça institucional deverá ser regulamentada pela Lei, para que se institua a autonomia operacional no Bacen.

Loyola demonstra que existem países com Bancos Centrais autonomia operacional; faz comparações dessas autonomias e observa seus aspectos. Ao mesmo tempo, declara que a autonomia operacional deve surgir de um desejo da sociedade em querer ter moeda forte e não apenas pela regulamentação da lei.

Ele enfatiza que se deseja ter um Bacen com autonomia operacional para que este não financie os déficits do Governo, mas para que isso seja real, é necessário também que o país tenha um tesouro equilibrado e que as instituições tenham alcançado um comedimento fiscal.

O Bacen, na sua visão, já avançou bastante em termos de conduta com autonomia. Cita que a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) tem mensagens em seu texto sobre o Bacen, quais sejam:

- impõe certos rituais de responsabilização, ao instituir prestação de contas dos dirigentes, devendo estes comparecer ao Congresso para explicitar suas políticas monetárias;
- proibição de emissão de títulos, etc.

Loyola admite ser esses avanços bastante consistentes em direção à autonomia operacional do Bacen, acreditando estar no momento de instituí-la formalmente. Ao mesmo tempo, ressalta que pode poder haver conflitos entre o Bacen e o Tesouro. Neste caso, os mandatos dos presidentes do Bacen poderiam ser retirados, constituindo uma válvula de escape, desde que justificada no Congresso.



## 5.2. Guido Mantega

O professor Mantega considera a discussão da maior importância. Vê o Bacen como uma instituição muito poderosa, declarando que no mundo em geral há um aumento desse poder do Banco, tendo em vista sua influência sobre os fatores da economia.

Declara, ainda, que as autoridades monetárias são responsáveis pelo câmbio, juros e crédito, e que se colocadas em mãos erradas, poderão ser criados efeitos nocivos à economia.

Ao mesmo tempo em que é favorável a autonomia operacional do Bacen, ele critica o momento da discussão. Acredita que com eleições muito próximas e o candidato da oposição com índices de aprovação muito grande para se eleger Presidente da República, percebe a situação momentânea como oportunista.

O economista acredita que existem focos inflacionários que chama de inflação oriundas do câmbio, sendo esta um perigo, uma vez que se está praticando juros mais altos dos últimos sete anos, desequilibrando as contas públicas.

Mantega admite que os políticos brasileiros, por terem uma visão de curto prazo, não têm como agüentar a maturação da política monetária de longo prazo, já que esta demora a surtir efeito. Portanto, é a favor da autonomia operacional para o Bacen.

Mas, faz uma ressalva, acrescentando que além de cuidar da estabilidade da moeda e, para que a economia funcione, a política monetária deve viabilizar o crescimento

e a geração de empregos, onde os objetivos e as metas de inflação sejam estendidos também para geração de crédito.

Em caso de conflitos entre o Governo e o Bacen, a Instituição deve ter mecanismo rápido para administrar tais conflitos, se necessário substituindo toda Diretoria do Banco, por não acatar suas metas e objetivos.

### **5.3. Delfim Netto**

O Deputado Delfim Netto coloca que seus antecessores já haviam colocado suas definições bastante esclarecedoras, mas que na sua visão, a autonomia operacional do Bacen só iria funcionar com uma política fiscal consistente e equilibrada. Dessa forma, o Banco zelaria pela estabilidade da moeda, que é seu papel principal, proporcionando a liquidez do sistema, gerando ao Setor Privado condições de estabelecer crescimento e atingindo objetivos de emprego, entre outros.

Seu ponto fundamental está em alavancar o setor privado, este sim pode gerar o crescimento da economia, admitindo que a política monetária é neutra no longo prazo, sendo incapaz de estimular o crescimento.

Delfim Netto coloca que o objetivo da política monetária é saber que tem que ter uma taxa de juros real igual a taxa de retorno do capital físico. Se assim for, a economia terá uma estabilidade que produzirá o crescimento.

Em sua visão, o Setor Privado com um ambiente propício criado pelo Bacen, onde mantém a moeda estável, dará liquidez ao sistema para que o setor possa crescer.

O economista admite que em alguns momentos se controla a moeda mais pela ideologia do que pela teoria econômica. A teoria econômica não permite um Presidente do Bacen pretensioso.

## CONCLUSÃO

O presente estudo apresentou um compêndio de idéias em torno da discussão sobre os benefícios do Banco Central com autotomia operacional. Atentou-se para o fato de como o Brasil pode beneficiar-se com a autonomia operacional do Bacen, de forma a efetivar a estabilidade da moeda, através de uma política monetária consistente.

A discussão sobre a autonomia operacional se desenrolou a partir da necessidade da aplicação de medidas eficazes de combate à inflação. Constatou-se, através da história do Bacen, que seu direcionamento se deteve inicialmente na relação com o Governo, essencialmente, financiando o déficit público.

Em sua cronologia de diretrizes financeiras, verificou-se que o Brasil convivia com o excesso de emissão sem lastro; a desconfiança da moeda; o financiamento dos déficits do Governo; o sistema de emissão múltipla, etc. Fatores como estes geraram para o país o processo inflacionário, bastante nocivo para a sociedade.

Vários planos econômicos foram adotados, que visavam debelar a inflação brasileira. A autoridade monetária conduzia sua política com bases em regras ditadas pelo Governo, que necessitava de resultados cada vez mais imediatos, provocando efeitos na economia aparentemente satisfatórios. Dessa forma, o Bacen atuava com pouca autonomia operacional para direcionar as atitudes em política monetária.

O cenário de combate à inflação embutiu no imaginário da sociedade a idéia de que estabilidade de preços se trata de um bem de primeira ordem a ser perseguido. Com a implementação do Plano Real em 1994, a inflação foi debelada gradativamente e a política monetária foi centralizada no Banco Central. No entanto, com o fim da inflação, as finanças dos governos estaduais ficaram debilitadas, impondo dependência ao Governo Federal.

Entretanto, a centralização na autoridade monetária não teve muito êxito. Com as finanças dos estados debilitadas, o Bacen foi obrigada intervir. Houve privatizações ou transformações em agência de fomento de bancos estaduais e privados, como também a prestação de socorro de última instância, lastreada por programas como PROER e PROES, criados para este fim. Os programas reduziram o problema de *moral hazard* no setor financeiro brasileiro, diminuindo os riscos sistêmicos.

Em 1999, o Bacen abandonou o sistema de bandas cambiais fixas e permitiu a livre flutuação de moeda, adotada como estratégia de política monetária num regime de metas de inflação – *Inflation Targeting*. Em tal regime, a política monetária opera com algum grau de liberdade, que é restringido pela meta de inflação a ser alcançada.

A operacionalização do regime de metas de inflação requer do Bacen um esforço contínuo de estimação da interação entre a oferta e a demanda agregada. É a partir de um melhor conhecimento dessa interação que o Bacen pode aperfeiçoar sua performance na condução da política monetária.

Atualmente, busca-se sustentar tal regime, provando à sociedade que é possível conservar a estabilidade da moeda em conjunto com a estrutura de Bacen com autonomia operacional, onde os resultados de longo prazo poderão ser alcançados.

Assim, o grande desafio agora para o Bacen seria a definição da velocidade com que tentará trazer a inflação para os níveis definidos na meta de inflação, uma vez que a regra deste sistema é a antecipação de percentuais de inflação que se deseja alcançar. No entanto, qualquer movimento fora da meta terá que ser explicado à sociedade.

A política de metas de inflação surgiu para substituir a ortodoxia monetarista, e um dos pilares do sistema de metas de inflação é a transparência. Ou seja, a explicação para a sociedade sobre as metas adotadas no curto prazo, sendo importante a clareza a ser adotada na trajetória delineada para se alcançar a meta estipulada. Para tanto, o principal instrumento de ação do Bacen neste regime é a taxa de juros SELIC – taxa básica.

A propagação do regime de metas inflacionárias entre outros países foi acompanhada pelo aumento na autonomia operacional de seus Bancos Centrais. Quanto mais autonomia operacional tiver os Bancos Centrais, mais confiáveis parecem aos investidores. Uma vez que, a autonomia operacional possibilita o discernimento de que a autoridade monetária se pautará pela transparência de seus atos, adicionando credibilidade à moeda, devido seu ao maior grau arbítrio na implementação da política monetária.

O Bacen acompanhou esta mudança de cenário internacional. Atualmente, comporta-se com mais transparência em suas atitudes. No entanto, o grau de autonomia que se quer numa autoridade monetária depende de fatores tanto macroeconômicos quanto

microeconômicos, além de uma organização política favorável e da adoção de uma organização no sistema financeiro, dentre outros.

Mostramos que, mesmo não estando regido por lei, o Bacen já atua com certo grau de autonomia operacional, visto que a Instituição adotou um processo de amadurecimento na busca efetiva da estabilidade da moeda.

Entretanto, o Bacen, ao buscar uma variedade de objetivos – além do primordial que é a estabilidade da moeda –, atua como mero executor das decisões emanadas do Conselho Monetário Nacional. Por não haver um mandato fixo para seus diretores, um sistema de *accountability* amplo, uma transparências em suas ações e uma lei que lhe dê respaldo para instaurar sua autonomia operacional, ocorre, ainda, uma impossibilidade da Instituição em refutar as ingerências políticas do Governo, podendo inviabilizar o processo de estabilidade da moeda

Entendemos que, a aprovação, em maio deste ano, da Emenda Constitucional de nº 40 ( revogou e alterou dispositivos do artigo 192 da CF, deixando para que leis complementares, e não uma só lei complementar como antes, regulem sobre o Sistema Financeiro Nacional, facilitando o processo político para regulamentação do tema, incluído neste a questão da autonomia do Bacen ), foi um grande sinalizador de que o Executivo Federal e o Congresso Nacional estão determinados a iniciar o processo político de regulamentação do do artigo 192 da Constituição Federal.

Podemos observar que não existe nenhum vínculo automático entre autonomia e o baixo nível de inflação, ao mesmo tempo em que não há evidências teóricas e empíricas

claras de que o Banco Central deva ou não ter autonomia operacional. Tampouco é possível afirmar que a autonomia do Banco Central seja suficiente para evitar crises econômicas ou pressões políticas. O que temos, com base em experiências positivas de outros países, é que esta forma de conduta para a política monetária representa forte mudança institucional. Cria-se elementos formais a favor de uma política voltada para a estabilidade de preços. No entanto, devemos ressaltar que a experiência brasileira agrega argumentos particulares a esse debate, mostrando que em virtude das condições históricas e institucionais que marcaram a atuação do Bacen, adotar a autonomia operacional só poderia trazer resultados positivos para a economia brasileira, uma vez que existiria mais chance de sucesso para as estratégias de longo prazo, defendendo a política monetária dos desejos momentâneos do Governo.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE. Eduardo de Carvalho. O novo governo e o Banco Central. São Paulo, Valor Econômico, 22/08/2002.

\_\_\_\_\_. Eduardo de Carvalho. Bacen e BC's Selecionados: Uma análise comparativa do nível de transparência. Rio de Janeiro, IBMEC, 02/01/2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Bancos Centrais de países desenvolvidos e em desenvolvimento – resenha comparativa. Brasília: 1994.

BARROS, Rebecca & SCHECHTMAN, Jack. Preços: é preciso separar a aritmética da economia. São Paulo, Valor Econômico, 07/04/2002.

BITTENCOURT, Silvia. O euro. São Paulo, série Folha Explica, Publifolha, 2002.

BLINDER, Alan. Bancos Centrais: Teoria e Prática, São Paulo: Ed. 34, 1999.

BURDEKIN, Richard & LANEY, Leroy. Fiscal policymaking and the central bank institutional constraint. Kyklos , v.41, fasc.4, 1988.

CALDAS, Suely. A autonomia do BC. São Pulo, O Estado de São Paulo, 05/05/2002.

CARVALHO, Carlos Eduardo. São Paulo: Mercado Financeiro, 1991.

CARVALHO, Marcelo. O dilema da política monetária, São Paulo: Valor Econômico, 28/08/2001.

CÉSPEDES, Carlos Hérman Rodas. Política Monetária. Encontrado em: [www.economia.lasalle.tche.br](http://www.economia.lasalle.tche.br) . Acessado em: 23/09/2002.

COSTA, Fernando Nogueira da, et al. Meta inflacionária, juros e preços no varejo. Campinas: Texto IE/UNICAMP, nº82, jul/1999.

CYSNE, Rubens Penha. O Copom e a pobreza. Rio de Janeiro, O Globo, 23/12/1999.

DANTAS, Fernando. Sistema de metas tem amplo apoio. São Paulo, O Estado de São Paulo, 18/05/2002.

DOWNES, Patrick & ZADEH, Reza Vaez. The evolving role of central banks, Washington: FMI , 1991.

DURÃO, Vera Saavedra. O core inflation do BC. São Paulo, Valor Econômico, 10/04/2002.

FONTES, Rosa & ARBEX , Marcelo A . Credibilidade das políticas econômicas no Brasil: uma análise empírica do período 1991 – 1998. São Paulo, Revista de Economia Aplicada, Jan/Mar/1999.

FRAGA, Armínio. As lições do “xerife” do dinheiro. Encontrado em: [www.jbonline.terra.com.br](http://www.jbonline.terra.com.br) . Acessado em: 15/05/2002.

FRANCO, Gustavo. Gradualismo e Dolarização. São Paulo, Revista de Economia Política, v.13, n.2, abr/jun/1993.

\_\_\_\_\_, Gustavo. A independência, o muro, e os “imexíveis”. Encontrado em: <http://venus.rdc.puc-rio.br/gfranco>. Acessado em: 10/07/2002.

\_\_\_\_\_, Gustavo. Independência, mandatos e quarentena. São Paulo, O Estado de São Paulo, 05/11/2001.

GALVÃO, Arnaldo. Política econômica: meta de inflação do BC. São Paulo, Valor Econômico, 08/04/2002.

GLEIZER, Daniel. A decisão do Copom e o regime de metas para a inflação, São Paulo: Valor Econômico, 07/03/2002.

\_\_\_\_\_, Daniel. A decisão do Copom e o regime de metas para a inflação, São Paulo: Valor Econômico, 07/03/2002.

\_\_\_\_\_, Daniel. Diretor do BC defende sistema de metas. Brasília, Seminário na Câmara dos Deputados, 05/12/2001.

GOMES, Luiz Souza. Bancos Centrais e Instituições Internacionais de Crédito, Rio de Janeiro: FGV, 1967.

GUDIN, Eugenio. Princípios de Economia Monetária. Rio de Janeiro: Livraria Agir Editora, v.1, ed.8, 1972.

HILLBRECHT, Ronald. Meta de inflação e contratos para bancos centrais. São Paulo, Revista Economia Aplicada, vol.2, nº 4, jan/mar/1998.

HOLANDA, Marcos. Medindo a independência do Banco Central do Brasil. Ceará: Texto UFC, nº 228, abril/2002.

\_\_\_\_\_, Marcos. Relação inflação-produto no Brasil no período pós-real, Ceará: 2002.

LUNDBERG, Eduardo. Histórico e Organização de Bancos Centrais. Rio de Janeiro: BACEN/CFS, 1993.

\_\_\_\_\_, Eduardo. Saneamento do Sistema Financeiro. Rio de Janeiro: BACEN, 1999.

\_\_\_\_\_, Eduardo. Política monetária e supervisão do sistema financeiro nacional no Rio de Janeiro: BACEN, TD, julho/2000.

MACHADO, Regina Maria Arruda Bastos. Bancos Centrais – Banco Central do Brasil. Rio de Janeiro: BACEN/CFP, 1993.

MATHIAS, Alexandre & MORI, Rogério. Cláusulas de escape e o BC. São Paulo, Valor Econômico, 10/04/2002.

MAXFIELD, Sylvia. Gatekeepers of Growth: The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries Princeton, Princeton University Press, 1997.

MELLO, Pedro Carvalho de, A independência de bancos centrais pela ótica dos países latino-americanos. São Paulo, Resenha BM&F, nº 149, dez/2001.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. Aspectos teóricos e empíricos sobre bancos centrais independentes: implicações para o caso brasileiro. São Paulo, Revista Economia Aplicada, vol.2, nº 1, jan/mar/1998.

\_\_\_\_\_. Helder Ferreira de. Metas de inflação: uma análise preliminar para o caso brasileiro. São Paulo, Revista Economia Aplicada, vol.5, nº 1, Jan/Mar/2001.

MOLANO, Walter. A dissonância cognitiva do real. Encontrado em: <http://amanha.terra.com.br/> . Acessado em: 20/08/2002.

MONTEIRO, Paulo da Veiga. A quem interessa o BC independente? São Paulo, Valor Econômico, 04/01/2002.

MONTORO FILHO, André Franco et al. Manual de Economia, São Paulo: Saraiva, 1991.

MORI, Rogério & MATHIAS Alexandre. Cláusulas de escape e o BC. São Pulo, Valor Econômico, 10/04/2002.

DELFIM NETTO, Antonio. Sobre as metas inflacionarias. São Paulo, Revista de Economia Aplicada, v.3, n.3, jul/set/1999.

\_\_\_\_\_, Antonio. Reflexos da autonomia do BC. São Paulo, Folha de São Paulo, 05/12/2001.

\_\_\_\_\_, Antonio. Independência do Banco Central. São Paulo, Folha de São Paulo, 24/04/2002.

NO CHILE METAS ASSEGURADAS, Rio de Janeiro, Jornal do Comércio, Caderno de economia, No Chile, metas asseguradas, 11/06/2002.

NUNES, Ricardo da Costa & NUNES, Selene Peres. A proposta de independência do BC: uma visão crítica. Brasília: TN, 2001.

OLIVEIRA, João do Carmo. Reordenamento financeiro do Governo Federal, Brasília: UnB, 1986.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONOMICO-OCDE, Estudo econômico no Brasil. Avaliações e Recomendações, 2001.

PANDELÓ, Domingos Rodrigues Junior. Banco Central do Brasil, São Paulo: FGV, 1996.

\_\_\_\_\_, Domingos Rodrigues Junior. Banco Central do Brasil, São Paulo: EAESP/FGV, 1996.

PATRÍCIO, Inês. As finanças públicas brasileiras antes de 1980, Encontrado em: [www.economiabr.net](http://www.economiabr.net). Acessado em: 12/07/2002.

\_\_\_\_\_, Inês. Guardiões da moeda e contra-poderes: o controle do banco central pelo legislativo. Encontrado em: [www.jbonline.terra.com.br](http://www.jbonline.terra.com.br). Acessado em: 05/08/2002.

PASTORE, Affonso Celso & PINOTTI, Maria Cristina. As metas da inflação e o novo governo. Encontrado em: [www.estado.estadão.com.br](http://www.estado.estadão.com.br) . Acessado em: 11/08/2002.

\_\_\_\_\_, Affonso Celso & PINOTTI, Maria Cristina. Inflação e estabilização: Algumas lições da experiência brasileira, Rio de Janeiro: Editora da FGV, 1999.

PINTO. Celso. A alta do IPCA amplia os desafios do Banco Central. São Paulo, Valor Econômico, 15/04/2002.

REVISTA SINDICATO NACIONAL DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO CENTRAL. Governo e oposição divergem sobre autonomia do BC. Encontrado em: [www.sinal.com.br](http://www.sinal.com.br) . Acessado em: 10/07/2002.

RIGOLON, Francisco José Zagari. Independência do Banco Central: O caso do Brasil. Rio de Janeiro: BNDES, 1993.

\_\_\_\_\_, Francisco José Zagari. Independência do banco central: teoria e aplicações para o Brasil, Rio de Janeiro: Ensaio BNDES 3, abril/1997

ROLL, E. Independent and Accountable: a New Mandate for the Bank of England London, Center of Economic Policy Research, 1993.

SADDI, Jairo. O poder e o cofre: repensando o Banco Central São Paulo: Textonovo, 1997.

\_\_\_\_\_, Jairo. Autonomia, independência ou contrato: o que devemos esperar do Banco Central. Encontrado em: [www.direitopublico.com.br](http://www.direitopublico.com.br). Acessado em 25/07/02.

\_\_\_\_\_, Jairo Sampaio. A disciplina constitucional do Sistema Financeiro Nacional e o Banco Central do Brasil. Seminários DIMAC nº 17, 14/06/2001.

SIMONSEN, Mario Henrique. O Banco Central ideal. São Paulo, Revista Exame, no. 23, 08/11/1995.

\_\_\_\_\_, Mario Henrique & CYSNE, Rubens. Macroeconomia. Rio de Janeiro: Ao Livro Técnico, 1992.

SOLA, Lourdes et al. Banco Central, autoridade política e democratização, Rio de Janeiro: Editora FGV, 2002.

THE ECONOMIST. As metas de inflação. Encontrado em: [www.economiabr.net/](http://www.economiabr.net/). Acessado em: 10/09/2002.

VIDOTTO, Carlos Augusto. O quarto poder. São Paulo, Revista dos bancários, 10/07/2001.

## ANEXO I

### Artigo 164

#### Parágrafo 1º:

*“É vedado ao Banco Central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira”.*

#### Parágrafo 2º:

*“O Banco Central poderá comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros.”*



## ANEXO II

### Artigo 192

*“O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do país e a servir os interesses da coletividade, será regulado em lei complementar (...).”*