

# A questão da autonomia do banco central: uma visão alternativa

Luiz Fernando Rodrigues de Paula\*

Professor da Faculdade de Ciências  
Econômicas da Universidade do Estado do Rio  
de Janeiro (FCE-UERJ) e Pesquisador do CNPq.

## Resumo

*Neste artigo, discutem-se, a partir de uma perspectiva crítica, a questão da autonomia do banco central e a pertinência de sua adoção no Brasil. Para tanto, desenvolvem-se os argumentos teóricos a favor e contra a adoção da autonomia do banco central, além de se apresentar uma alternativa de política econômica para o Brasil baseada no conceito de estabilização macroeconômica ao invés de no de estabilidade de preços.*

## Palavras-chave

**Independência do banco central; banco central; economia brasileira.**

## Abstract

*This paper discuss, from a critical approach, if the implementation of the autonomy of central bank is adequate (or not) for the Brazilian economy. In this connection, it analysis the theoretical arguments in favor and against the autonomy of central bank; it also presents an alternative for economic policy in Brazil based on the concept of macroeconomic stabilization instead of price stabilization.*

**Os originais deste artigo foram recebidos  
por esta Editoria em 28.10.03.**

---

\* O apoio do Pronex/CNPq/Faperj é reconhecido.  
E-mail: lfpaula@alternex.com.br

## Introdução

Neste artigo, objetiva-se discutir a proposta de autonomia do banco central, a partir de uma visão crítica sobre o assunto, no contexto de uma perspectiva (pós)keynesiana. As questões fundamentais a serem discutidas são as seguintes: o banco central deve buscar exclusivamente uma meta quantitativa de inflação ou deve também tomar decisões balizadas pela necessidade de reduzir a taxa de desemprego? É desejável a adoção de uma autonomia do banco central no Brasil? Há alternativa de uma política econômica que compatibilize crescimento econômico com estabilidade de preços?

Na seção 1, analisam-se brevemente os fundamentos da proposta de autonomia do banco central. Na seção 2, apresentam-se os fundamentos de uma proposta alternativa de política econômica, baseada no conceito de estabilidade macroeconômica ao invés de no de estabilidade de preços. A proposta de autonomia do banco central no contexto dos países emergentes e no do Brasil é avaliada na seção 3. Por fim, na seção 4, é apresentada uma alternativa de política econômica para o Brasil que busque compatibilizar equilíbrio externo com equilíbrio interno no contexto de uma política que vise à estabilidade macroeconômica.

## 1 - Os fundamentos da proposta de autonomia do banco central

Qual o significado da autonomia do banco central? Autonomia ou independência do banco central significa o compromisso da política econômica com um único objetivo: estabilidade de preços. Pressupõe-se que o crescimento econômico não é influenciado por variáveis monetárias, mas, sim, por variáveis reais, como a disponibilidade dos fatores de produção — mão-de-obra, capital e tecnologia. Em uma economia do *laissez-faire*, a taxa de crescimento do produto deverá ser igual àquela correspondente à plena utilização dos recursos. Não deverá haver ociosidade na utilização desses fatores.

A proposta tem como pressuposto teórico contribuições da economia novo-clássica. A hipótese subjacente é que os agentes têm expectativas racionais: os indivíduos utilizam todas as informações disponíveis, bem como seu entendimento de como funciona a economia, quando formam suas expectativas. Por exemplo, se eles tiverem a informação de que a oferta de moeda aumentará, sabendo disso, os empresários reajustarão suas expectati-

vas de preços para cima e os elevarão. Assim, qualquer medida de política econômica pode ser perfeitamente antecipada por todos os agentes da economia. Em outras palavras, assumindo-se que os agentes conhecem a regra de política que vem sendo seguida pela autoridade monetária, essa própria regra afetará suas expectativas. Moral da história: uma política monetária expansionista, com agentes sob expectativas racionais, não terá efeito sobre as variáveis reais — produto e emprego —, apenas sobre as variáveis nominais, como o nível de preços.

O problema — de acordo com essa visão — é que os *policy-makers* são contaminados pelo viés inflacionário, ou seja, eles têm propensão a gerar inflação com o objetivo de reduzir o desemprego corrente em relação à “taxa natural de desemprego”, mesmo sabendo que isso será transitório. Isto porque eles podem, circunstancialmente, avaliar que resultados imediatos e passageiros sobre o nível de produto e emprego são mais valiosos do que a credibilidade nas regras de política monetária. Ou seja, por interesses eleitorais, podem adotar políticas discricionárias expansionistas.

Para coibir esse viés inflacionário das autoridades monetárias, os economistas novo-clássicos defendem a imposição de “compromissos institucionais” que o inibam, de modo a fortalecer a credibilidade nas regras monetárias adotadas e a garantir que o objetivo de política seja a estabilidade de preços, mesmo que ao custo de sacrificar outros objetivos. É nesse sentido que se insere a proposta de independência do banco central e de metas de inflação, ao garantir a autonomia operacional dos gestores e amarrar as mãos das autoridades monetárias ao objetivo único de estabilidade de preços.

No caso do Brasil, que desde de 1999 vem adotando um regime de metas de inflação conjugado a um regime de taxa de câmbio flexível, a proposta de autonomia do Banco Central visa completar o arcabouço institucional, reafirmando o compromisso da política econômica com a estabilidade de preços, entendida como condição para o crescimento econômico. A proposta veiculada no Brasil tem inspiração no modelo do Banco Central da Inglaterra, em que o Executivo define a meta de inflação a ser alcançada e o Banco Central utiliza livremente os instrumentos da política monetária para alcançar a taxa de inflação preestabelecida. No caso do modelo do Banco Central norte-americano — o Banco de Reserva Federal (Federal Reserve) —, o Banco Central tem liberdade para estabelecer sua meta quantitativa de inflação, além de liberdade para utilizar os instrumentos de política monetária. Contudo, o Federal Reserve, diferentemente do Banco Central da Inglaterra, não tem um compromisso formal com uma meta de inflação; além disso, ele possui dois objetivos: controlar a inflação e buscar o pleno emprego.

Por fim, cabe notar que as evidências na relação entre grau de independência do banco central e baixa inflação não são conclusivas: há países sem banco central independente, como o Japão, que historicamente tem mantido inflação baixa; por outro lado, como destacado acima, há outros países, como os EUA, em que, embora possuindo um banco central independente, este possui objetivos múltiplos que não somente o combate à inflação.

## **2 - Uma proposta alternativa: estabilidade macroeconômica ao invés de estabilidade de preços**

A escola pós-keynesiana, assim como Keynes, defende um papel permanente para o governo na economia, não se confundindo com a simples substituição dos mercados privados pela ação do Estado na determinação do investimento. As ações de políticas econômicas devem ser complementares às decisões privadas e não concorrentes da iniciativa privada.

Ao contrário da visão novo-clássica, os economistas pós-keynesianos trabalham com a hipótese de formação de expectativas sob incerteza não probabilística, o que significa a impossibilidade de determinação *a priori* do quadro relevante de influências que atuarão entre a decisão de implementar um determinado plano e a obtenção de resultados. Sob incerteza, reter moeda como um ativo pode ser um ato racional, pois ela, por seu atributo de liquidez absoluta, fornece flexibilidade na composição do portfólio dos agentes. Desse modo, a moeda não é neutra na economia, pois ela afeta os motivos e as decisões dos agentes: sob incerteza, os agentes podem preferir demandar moeda ao invés de gastar.

A política econômica, para os pós-keynesianos, relaciona-se à adoção de medidas econômicas dirigidas a aumentar o nível de demanda agregada, de modo a criar um ambiente estável que estimule os empresários a realizarem novos investimentos, uma vez que os níveis de emprego e utilização da capacidade produtiva dependem dos determinantes da demanda agregada, principalmente da decisão de investimento dos empresários. Em outras palavras, a política econômica deve procurar afetar o investimento privado global, criando um ambiente seguro que estimule escolhas mais arriscadas — mas que rendam lucros e gerem empregos —, em vez de acumular ativos líquidos. Isto é, a boa política é aquela que induz os agentes a investirem em ativos de capital (investimento novo).

Portanto, o objetivo da política econômica deve se voltar para a **estabilidade macroeconômica**, um conceito mais amplo do que o de estabilidade de preços, ou seja, deve procurar reduzir as incertezas que são inerentes aos negócios na economia. Estabilidade de preços e aumento do produto e do emprego podem ser compatíveis dentro dessa visão, e, para tanto, o governo deve fazer uso de um instrumental de política econômica mais amplo do que o da política monetária. Nessa perspectiva, sustenta-se que, para se atingirem os objetivos múltiplos de política — como crescimento econômico e estabilidade de preços —, é necessária uma maior coordenação de políticas (fiscal, monetária, cambial e salarial), ou seja, devem-se avaliar os impactos conjuntos da adoção das políticas sobre o conjunto de objetivos como um todo. Assim, a coordenação de políticas é fundamental para se alcançar a almejada estabilidade macroeconômica.

Dentro dessa visão, a utilização de “compromissos institucionais”, como a independência do banco central, pode acabar por gerar problemas de descoordenação de políticas econômicas — uma elevação brusca na taxa de juros pode acarretar tanto uma elevação no custo financeiro da dívida pública, ocasionando custos fiscais, quanto um aumento generalizado no grau de inadimplência nas operações de crédito, fragilizando o sistema bancário como um todo.

### **3 - A proposta de autonomia do banco central no contexto dos países emergentes e no do Brasil**

O consenso a respeito da adoção de uma (presumivelmente) “saudável” política econômica — tal como defendida por alguns organismos multilaterais, como o FMI, e repetida por vários economistas do chamado *mainstream* — tem se apoiado nos “bons” fundamentos da política econômica: responsabilidade fiscal, busca permanente da estabilidade de preços e adoção de um regime de câmbio flutuante com livre conversibilidade da conta de capital do balanço de pagamentos, que garantiria, em tese, que um país ficasse incólume a crises cambiais e a ataques especulativos.

Infelizmente, o mundo real não funciona da forma descrita pelos manuais de Economia. James Tobin, Prêmio Nobel de Economia, em artigo de 1978, já preocupado com os efeitos da instabilidade dos fluxos de capitais, colocou bem a questão: “Eu acredito que o problema básico hoje não é o regime cam-

cial, se fixo ou flutuante. O debate sobre regimes obscurece o problema essencial, que é a excessiva mobilidade internacional (...) do capital financeiro privado” (Tobin, 1978, p. 153).

No caso dos países emergentes, o problema é maior devido ao reduzido tamanho dos mercados de capitais desses países com relação aos fluxos de capitais de curto prazo que ingressam nos mesmos. Tal fato faz com que, nos países emergentes, a volatilidade cambial seja bem maior do que nos países desenvolvidos, possuidores de moedas fortes e conversíveis. Esses países enfrentam, ainda, problemas derivados de uma apreciação acelerada na taxa de câmbio real, que pode resultar de fluxos excessivos de capitais externos. Adicionalmente, a volatilidade da taxa de câmbio em países emergentes resulta também dos problemas associados ao financiamento de elevados déficits em conta corrente no balanço de pagamentos de um país, que pode levar a uma crescente demanda por *hedge* cambial em momentos de maior incerteza no cenário nacional e/ou internacional.

Nessas condições, os problemas macroeconômicos do País — déficit público elevado, inflação, crescimento econômico baixo — são gerados endogenamente pela política econômica dita “saudável”. A experiência brasileira recente expressa claramente esse ponto: no período 1994-98, com um câmbio semifixo, o Governo respondia aos movimentos de saída de capitais, induzidos por mudanças nos humores dos investidores, elevando a taxa de juros; com a adoção de um regime de câmbio flutuante e de um regime de metas de inflação em 1999, tais movimentos passaram a se refletir sobre o próprio comportamento da taxa de câmbio. O câmbio desvalorizado, por sua vez, acabou por refletir-se nos preços dos produtos domésticos (os chamados bens comercializáveis). As autoridades monetárias, para manter a meta de inflação de acordo com o estabelecido previamente, foram obrigadas a elevar a taxa de juros, o que acabou tendo efeitos negativos sobre o comportamento tanto do PIB quanto da dívida pública.

É verdade que a desvalorização cambial, combinada com uma desaceleração econômica, acaba tendo um efeito positivo sobre a balança comercial, sobretudo através da contração das importações, diminuindo, assim, o déficit em conta corrente. Mas, passado o momento de instabilidade, os juros internos começam a baixar, permitindo uma gradual retomada do crescimento econômico (estimulado pelo aumento nos gastos), e, ao mesmo tempo, o fluxo de capitais retorna, gerando uma apreciação cambial. A combinação desses dois fatores — crescimento econômico e apreciação cambial — faz com que o saldo comercial encolha e a necessidade de financiamento externo aumente. Então, em algum momento, quando houver uma mudança no mercado financeiro internacional que resulte numa nova reversão nos fluxos de capitais, de novo o câmbio

sobe, a inflação acelera-se e os juros elevam-se, gerando, assim, um ciclo vicioso.

## 4 - Existe alternativa?<sup>1</sup>

Está claro que a independência (ou autonomia) do banco central, além de indesejável, não resolve os problemas de gerenciamento macroeconômico de um país emergente que tenha passado por um processo de liberalização financeira. Existe alternativa? Foge ao objetivo deste artigo aprofundar essa questão, mas, no que segue, esboçar-se-á o que poderia ser uma alternativa possível.

Uma estratégia alternativa para o crescimento sustentado e financeiramente estável para a economia brasileira passa principalmente por um esforço sistemático e planejado de diminuição da vulnerabilidade externa e da dependência em relação a capitais estrangeiros. Uma **estratégia de crescimento com estabilidade para a economia brasileira** que vise estabelecer uma alternativa que permita um **crescimento econômico sustentável** deve procurar compatibilizar equilíbrio interno com equilíbrio externo, de modo a superar o comportamento de *stop-and-go* e a tendência à semi-estagnação que têm caracterizado a economia brasileira nos últimos anos.

Por **equilíbrio interno** entende-se a **manutenção da inflação sob controle** sem a adoção de políticas contracionistas de demanda agregada, bem como o **estabelecimento de condições para um gerenciamento da dívida pública**, entendido como fundamental para a retomada da condição do Governo para realizar políticas fiscais contracíclicas.

Quanto ao primeiro aspecto, faz-se necessário adotar uma política pragmática de combate à inflação, considerando que a inflação brasileira, no período recente, foi predominantemente uma **inflação de custos e inercial**, causada principalmente pelo efeito da grande desvalorização da taxa nominal de câmbio ocorrida no segundo semestre de 2002, a qual foi repassada para os preços domésticos por intermédio do chamado efeito *pass-through*, processo que acabou sendo propagado pelos mecanismos de indexação dos preços administrados (energia elétrica, telefonia, etc.). Em outras palavras, o Brasil teve uma combinação de inflação importada com inflação de preços administrados. Nessas condições, a utilização de uma política de elevação

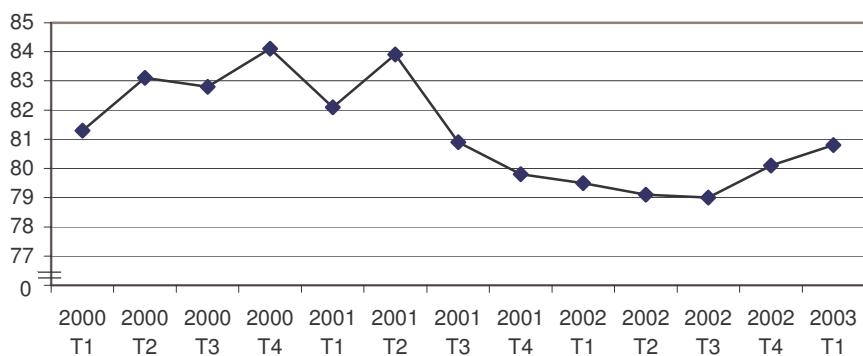
---

<sup>1</sup> Esta seção está baseada em Oreiro, Sicsú e Paula (2003).

de juros provocou um resfriamento geral da economia, atingindo **todos** os setores, resultando em altas taxas de desemprego e baixas taxas de investimento. Como pode ser visto no Gráfico 1, o grau de utilização da capacidade produtiva no Brasil tem se situado em patamares baixos, o que significa que é possível adotar uma política expansionista, a curto e médio prazos, sem que a mesma venha a gerar, de forma generalizada, pressões inflacionárias.

Gráfico 1

Dados trimestrais do grau de utilização da capacidade produtiva da indústria brasileira — 2000-03



FONTE: IPEA. Base de dados IPEADATA. Rio de Janeiro, 2003. Disponível em:  
<[http://www.ipea.gov.br/SobreIpea/ipeadata\\_off.htm](http://www.ipea.gov.br/SobreIpea/ipeadata_off.htm)>

NOTA: 1. Grau de utilização em percentual.

2. T1 indica primeiro trimestre; T2, segundo; T3, terceiro; e T4, quarto.

Quanto ao segundo aspecto, **faz-se necessária a mudança na combinação superávit primário/taxa real de juros/crescimento econômico** para estabilizar a dívida pública como proporção do PIB. Com efeito, a obtenção de um superávit primário da ordem de 3,0% do PIB em conjunto com uma taxa real de juros de 7,0% ao ano e um crescimento de 4,5% ao ano do PIB real é suficiente para reduzir a dívida pública como proporção do PIB, nos próximos 10 anos, de forma sustentável, e, ao mesmo tempo, essa estratégia devolve ao Governo a capacidade de realizar uma política fiscal ativista. Fazem-se projeções de uma estratégia keynesiana para a dívida pública (que vise compatibilizar sustentabilidade da dívida com crescimento econômico),



tomando como base as variáveis contidas na Tabela 1, extraída de Oreiro, Sicsú e Paula (2003), onde os detalhes metodológicos da projeção feita pelos autores são explicitados.

Tabela 1

Cenário de implementação da estratégia keynesiana para a sustentabilidade da dívida pública no Brasil

VARIÁVEIS	PERCENTUAL
Inflação doméstica (a.a.) .....	8,5
Inflação internacional (a.a.) .....	1,5
Taxa de juros nominal (a.a.) .....	14,5
Taxa real de juros (a.a.) .....	6,0
Depreciação nominal do câmbio (a.a.) .....	7,0
Crescimento real do PIB (a.a.) .....	5,0
Superávit primário (a.a.) .....	3,0
Relação dívida/PIB ao final de 2002 .....	56,3
Relação dívida/PIB ao final de 2011 .....	47,6

FONTE: OREIRO, J. L.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. (Org.). **Agenda Brasil**: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços. São Paulo: Manole, 2003. p. 144.

Por **equilíbrio externo**, entende-se a manutenção de déficits em conta corrente em níveis relativamente baixos (inferior a 2,0% do PIB) e financiados predominantemente com capitais de longo prazo. A redução do déficit em conta corrente requer um superávit significativo na balança comercial, possivelmente na faixa de US\$ 10 bilhões a US\$ 15 bilhões por ano, o que só é possível através da manutenção de uma taxa de câmbio subvalorizada, isto é, orientada, sempre que possível, para o ajustamento da conta corrente e para a diminuição da dependência dos capitais externos. Para tanto, defende-se a adoção de um sistema de desvalorizações administradas da taxa de câmbio — *crawling peg* —, no qual as autoridades monetárias fixam a taxa de desvalorização do câmbio nominal de forma a manter o câmbio real relativamente estável ao longo do tempo.

Seria fundamental, também, evitar um afluxo significativo de capitais para o Brasil, em particular de capitais voláteis de curto prazo, que poderá advir de uma conjuntura de retomada do crescimento econômico e de uma maior estabilidade no cenário internacional. **Daí a importância da adoção de controles de capitais de natureza preventiva, para atenuar o afluxo de capital e, ao mesmo tempo, procurando atrair capitais de maturidade mais longa.** A adoção de controles de capitais deve ser vista como um instrumento que permite a viabilização de políticas econômicas mais autônomas e a criação de um ambiente macroeconômico mais estável, que favoreça a retomada dos investimentos produtivos no Brasil.<sup>2</sup> Em particular, sua adoção poderia ajudar a: (a) reduzir a vulnerabilidade externa da economia brasileira através do controle da entrada de capitais externos em excesso no País, em termos normais de afluxo de capitais externos, de modo a evitar uma sobrevalorização excessiva da moeda nacional que possa inviabilizar o equilíbrio externo da economia; (b) selecionar os fluxos de capital que se deseja absorver, de modo a diminuir a participação de capitais especulativos na composição do total de capitais externos no Brasil, confinando-o a volumes administráveis; (c) isolar, em algum grau, a economia do contexto internacional circundante, permitindo que a taxa de juros possa ficar em patamares mais baixos do que aqueles impostos pelo *coupon* cambial, podendo, assim, cair a um nível que possa estimular os gastos dos agentes e, ao mesmo tempo, torne sustentável a administração da dívida pública. Algumas medidas possíveis de serem adotadas — sem ferir compromissos internacionais do País — poderiam incluir a instituição de um compulsório não remunerado (de 10% a 30%) sobre os recursos externos entrantes, a ser depositado no Banco Central por um período de um ano, e o fechamento de brechas na legislação que facilitam a evasão de capitais de residentes, além da obrigação de registro, no Banco Central, de todas as operações envolvendo a conta CC5.<sup>3</sup>

Alcançando-se, simultaneamente, o equilíbrio interno e o externo, abre-se espaço para a adoção de um *mix* de políticas econômicas expansionistas, através da redução da taxa nominal (e real) de juros e de uma política fiscal mais expansionista, entendida, no momento, como uma moderada diminuição

---

<sup>2</sup> Segundo Johnston e Tamirisa (1998, p. 13-4), controle de capitais pode ser usado como um dos instrumentos que viabilizam políticas econômicas que procurem compatibilizar equilíbrio interno com equilíbrio externo: "(...) na essência, controles de capitais são usados numa tentativa de reconciliar o uso de taxas de juros e taxas de câmbio para **perseguir simultaneamente objetivos, ao menos parcialmente inconsistentes, de equilíbrio interno e externo** (grifos nossos)".

<sup>3</sup> Para um aprofundamento, ver Paula, Oreiro e Silva (2003).

no superávit primário. Trata-se, portanto, de alterar o rumo da política macroeconômica tal como estabelecida desde 1999 — baseada no tripé câmbio flutuante, metas de inflação e superávit público primário —, de modo a superar o viés estagnacionista que tem contaminado a economia brasileira.

## Referências

JOHNSTON, R.; TAMIRISA, N. **Why do countries use capital controls?** Washington DC, IMF, 1998. p. 13-4. (IMF Working Paper WP/98/181).

OREIRO, J. L.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. (Org.). **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. São Paulo: Manole, 2003.

PAULA, L. F., OREIRO, J. L.; SILVA, G. J. Costa da. Fluxos e controle de capitais no Brasil: avaliação e proposta de política. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. (Org.). **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. São Paulo: Manole, 2003.

TOBIN, J. A proposal for international monetary reform. **Eastern Economic Journal**, Bloomsburg, Pa., Eastern Economic Association, v. 4, p. 153, 1978.