

SADDI, Jairo. *O poder e o cofre: repensando o Banco Central*. São Paulo, Textonovo, 1997.
MAXFIELD, Sylvia. *Gatekeepers of Growth: The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries*. Princeton, Princeton University Press, 1997.

RUMO À INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL?

Marcos Novelli
Universidade Estadual de Campinas

Na década de noventa, um tema vem aparecendo com regularidade na “agenda” política e econômica: a independência do banco central. E não é por acaso. Entre 1989 e 1994, mais de trinta países, nos cinco continentes, modificaram a legislação do seu respectivo banco central tornando-o mais independente. Alteraram-na, na América Latina, Chile (1989), Argentina, Colômbia, Equador e Venezuela (1992) e México (1993). O mesmo ocorreu nos países que compunham a falecida União Soviética, no Leste Europeu e na Europa Ocidental (Itália, Portugal, Bélgica, França, Grécia e Espanha) (cf. MAXFIELD, 1997: 50-51).

No debate atual, o argumento mais comum é a defesa da autonomia do banco central. Construiu-se um *consenso* de que a autonomia deste órgão em relação a outros ramos do aparelho de Estado (“Poder Executivo”) na condução da política monetária seria a condição *sine qua non* para atingir o reino da estabilidade de preços. Este provocante debate não está circunscrito aos economistas. Recentemente, um advogado e uma cientista política¹ publicaram dois trabalhos em que discutem a questão mais geral da autonomia dos bancos centrais e, especificamente, a autonomia do banco central brasileiro.

Segundo Jairo Saddi, o objetivo de seu livro é “discutir a autonomia do órgão de direção monetária, sob um ponto de vista jurídico-institucional, relacionando moeda e política monetária com o modelo de banco central moderno, tendo em vista suas relações com os poderes Executivo e Legislativo” (p. 20).

Para tanto, o estudo foi dividido em três partes. Na Parte I, teórica, denominada “Controle monetário e regime jurídico”, o autor, de maneira muito didática, conceitua e classifica a política econômica. Elabora uma breve história da evolução das funções da moeda e dos bancos centrais e apresenta o conceito jurídico de moeda e de crédito. No último capítulo desta parte, Saddi investiga com profundidade a questão da autonomia dos bancos centrais. Estas instituições podem ser classificadas em três tipos: dependentes, independentes e autônomas. O banco central dependente é aquele que está subordinado ao “Poder Executivo” (Ministério da Fazenda) e executa suas políticas. Pode até participar da elaboração dessas políticas, mas não tem poder de veto, nem responde pelos seus resultados. Já o banco central independente tem total liberdade na elaboração e condução da política monetária, bem como na escolha dos instrumentos a serem utilizados. Define a sua própria estrutura interna, assim como a supervisão e controle do sistema financeiro.

Não se pode confundir autonomia e independência. Nas suas palavras: “autonomia é a possibilidade de determinar regras de exercício, enquanto independência é algo muito mais abrangente, refere-se à liberdade de qualquer sujeição, de ser senhor de suas próprias decisões sem ter que se reportar a qualquer órgão externo. *Em qualquer regime democrático, apenas três são os poderes harmônicos e independentes, como já nos havia ensinado Montesquieu. Não se pode querer elevar o banco central a um quarto poder*” (p. 54, grifos nossos)².

¹ Jairo Saddi, autor de *O poder e o cofre*, é graduado em Direito pela Universidade de São Paulo (USP) e Administração de Empresas pela Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EAESP/FGV). Foi *Visiting Researcher* da Harvard Law School. É Doutor em Direito pela USP e advogado militante. Sylvia Maxfield, autora de *Gatekeepers of Growth*, é Professora Associada de Ciência Política e Administração da Universidade de Yale, nos Estados Unidos.

² Há um excesso de zelo por parte do autor. Os autores de língua inglesa utilizam *independent* ou *independence* sem colocar em xeque a teoria democrática. Nesta resenha, utilizaremos ambas as expressões, mesmo porque não há um único exemplo histórico de banco central independente (“quarto poder”).

O banco central autônomo possui “liberdade relativa”, que é “dirigida ao coletivo e ao interesse público”. Liberdade para implementar todas as diretrizes formuladas pelo “Executivo” a fim de atingir “o objetivo da estabilidade monetária, na qual foi concedida a autonomia”. Assim, o banco central escolhe os instrumentos para a condução da política monetária em sintonia com as diretrizes mais gerais da política econômica estatal (p. 56).

Eric Roll (1993: 21-28) define cinco condições que caracterizam a autonomia do banco central: “limitação de objetivos e funções; especificidade e precisão das metas; base estatutária para autonomia; garantias institucionais do Executivo; nomeação da diretoria do banco central” (p. 56). O banco central autônomo deve ter sua área de ação bem definida e as metas a serem atingidas pela política monetária também devem ser explicitadas. Uma lei não garante a autonomia do banco central, mas a sua ausência torna-o mais dependente do “Executivo”. A lei deve prever a prestação de contas do banco (*accountability*), mas também deve prever algumas situações (guerras externas e outras) em que a política monetária não deve confrontar iniciativas do “Executivo”. As normas para nomeação e demissão da diretoria devem contemplar um mandato longo, não-coincidente com o chefe de governo.

O principal argumento, segundo King Banain *et alii* (1994: 31-35), que justifica a adoção de um banco central autônomo é monetarista, pois os banqueiros centrais estão mais atentos aos “males da inflação”: “no curto prazo, a expansão monetária gera empregos e aumenta o produto econômico para apenas em médio e longos prazos causar inflação soterrando os benefícios iniciais” (p. 60).

Para ser autônomo, um banco central deve ter *autonomia instrumental* (o que “não é um objetivo em si” mesmo, mas uma forma de reafirmar o compromisso do Estado com a estabilidade da moeda); *autonomia patrimonial* (capacidade de dispor dos seus ativos); *autonomia técnica* (execução da política monetária sem interferências externas); *autonomia operacional* (“condução prática da política monetária”); e *autonomia administrativa* (“prerrogativas da instituição para gerir-se e normatizar-se”) (BANAIN *et alii*, 1994: 64-70). Mas não só: é preciso de *regras* e não de *discrição* na condução da política monetária.

Jairo Saddi destaca quatro pontos favoráveis à autonomia do banco central: “estabilidade macroeconômica”; “política fiscal adequada” (pela ausência de financiamento ao Tesouro por parte do banco central); “comportamento da classe política em relação ao Executivo” (“consciente de que agora existe um órgão que, por uma regra em vigor, pode recusar-lhe moeda e financiamento. O Estado concentra-se apenas nas tarefas que são essenciais”) e “consciência nacional” (demanda da sociedade) (pp. 73-76). E seis contrários: “responsabilidade política pelo manejo da economia” (o duplo comando da economia não permite identificar os responsáveis pelo seu sucesso ou fracasso); “legitimidade” (a diretoria do banco central não é eleita); “coordenação das políticas econômicas” (descoordenação e conflito entre os ramos do aparelho econômico estatal); “conflito de competências” (áreas de atuação comuns entre estes aparelhos); “concentração de poderes” (no banco central) e “personificação do dirigente do banco central” (isto é, a tendência a concentrar-se no seu principal dirigente o sucesso ou o fracasso da política monetária) (pp. 76-80). Sobre a relação entre autonomia do banco central e estabilidade de preços, não se pode afirmar que exista “uma relação *direta* entre um banco central autônomo e baixas taxas de inflação”, mas uma “correlação positiva” (p. 84, grifado no original).

Na segunda parte, Saddi investiga empiricamente alguns bancos centrais, nos quais os critérios de autonomia são testados. Autônomos são o *Federal Reserve System* (FED), o banco central norte-americano; *Bundesbank*, banco central alemão; e o *Banco de Chile*. Os dependentes ou semi-autônomos são o Banco do Japão e o tricentenário *Bank of England*. Analisa também o modelo proposto para o Banco Central Europeu.

Descobre-se que outros fatores, além dos já mencionados, também são importantes para a autonomia dos bancos centrais. A autonomia do FED reflete os “temperamentos obstinados e intransigentes” de alguns de seus presidentes (p. 95). Já o *Bundesbank*, ao lado do banco central suíço, é um dos mais autônomos porque “sua autonomia está baseada na demanda da sociedade alemã em recusar a inflação” (p. 120). Provavelmente, como forma de evitar a repetição da hiperinflação da década de 1920. A resposta para esse problema organizacional estaria na cultura alemã.

O exemplo chileno deve ser destacado, pois “criou-se um grupo multidisciplinar, subordinado ao Presidente da República”, que é o responsável pela coordenação da política econômica, uma espécie de conselho de coordenação de que fazem parte tanto o Presidente do Banco Central do Chile como o Ministro da Fazenda, num evidente esforço para aplainar ao máximo os potenciais conflitos e homogeneizar as decisões monetárias” (pp. 106-107). Autonomia que subordina o presidente do banco central ao presidente da República.

Se não existe uma “relação *direta*” entre os bancos centrais e a estabilidade de preços, mas “uma correlação

positiva”, o caso japonês merece um certo destaque, à medida que é vinculado “formal e hierarquicamente” ao Ministério da Fazenda. Ora, as baixíssimas taxas anuais de inflação da economia japonesa colocariam em xeque a necessidade de uma lei específica. Mas isso não é problema, pois a liderança de seu dirigente alia-se a questões da cultura japonesa, pois para sua população “a importância dada às questões monetárias é muito relevante, [...] existe um suporte maior da sociedade e das políticas do Poder Executivo para que a inflação se mantenha em nível reduzido. Assim, o Banco do Japão possui um claro mandato contra a inflação, mas não dispõe de uma mandato legal” (p. 131).

Para explicar esta situação, o autor introduz sub-repticiamente os conceitos de *autonomia formal* (prevista na legislação) e *autonomia comportamental* (“resultados efetivamente conquistados pela autoridade monetária em contraposição às metas estabelecidas”) (p. 132).

Com relação ao Banco Central Europeu, vale a pena destacar dois pontos: i) seu modelo foi inspirado no *Bundesbank*, porém é “mais autônomo”; e ii) para participar do Sistema Europeu de Bancos Centrais, os países devem conceder aos presidentes dos seus bancos centrais um mandato fixo de, no mínimo, cinco anos (p. 156).

A Parte III, “Autonomia do banco central no Brasil”, resgata as origens históricas da “disciplina monetária” nacional. Abrange a fundação do Banco do Brasil (1808), a criação da Caixa de Emissão e Redescontos do Banco do Brasil, a Caixa de Mobilização Bancária do Ministério da Fazenda. Dedicar um item para a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (Decreto nº 7 293, de 02/02/1945). A SUMOC tinha como funções controlar os meios de pagamento e o mercado monetário, bem como preparar a organização do banco central. Ela era administrada por um diretor-executivo e orientada por um Conselho composto pelo próprio diretor-executivo, pelo presidente do Banco do Brasil e pelos diretores das Carteiras de Redescoto, Câmbio, Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária e presidido pelo Ministro da Fazenda³.

A SUMOC não logrou atingir os objetivos para os quais foi criada, em grande medida porque suas funções executivas de banco central permaneceram no Banco do Brasil, impedindo-a de realizar as suas tarefas. Com a publicação da Lei nº 4 595, de 31 de dezembro de 1964, a SUMOC é transformada em autarquia federal, administrada por quatro diretores sendo um o seu presidente (art. 14), com funções executivas, e passa a ser designada de *Banco Central da República do Brasil* (art. 8º). Os artigos 10 e 11 da referida lei estabelecem a sua competência: traçar as políticas monetária, creditícia e cambial e as funções de fomento estão previstas nos artigos 54 e 55. O Conselho da SUMOC foi extinto e substituído pelo Conselho Monetário Nacional, com competência para formular a política da moeda e do crédito (art. 2º). O CMN compunha-se do Ministro da Fazenda (seu presidente), do presidente do Banco do Brasil e do presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, além de seis membros com mandatos fixos. Deste, quatro comporiam a diretoria do Banco Central (art. 6º). Ao Banco do Brasil reservou-se o papel de instrumento de execução da política creditícia e financeira e agente do Tesouro Nacional (art. 19). Estas atividades do Banco do Brasil, aliada à conta movimento⁴, fizeram com que o primeiro dividisse com o Banco Central as funções de autoridade monetária. Em 1967, o governo Costa e Silva forçou a demissão do presidente do Banco Central do Brasil, Dênio Nogueira, desnudando a falta de autonomia da instituição.

Estamos agora no final da década de 1980 e Saddi passa a investigar o papel do Banco Central do Brasil à luz da Constituição de 1988, que se refere ao banco central em quatro passagens. Podemos dividi-las nos seguintes tópicos:

(i) *nomeação da diretoria do banco central*: indicação do Presidente da República (art. 84, XIV), aprovado pelo Senado Federal (art. 52, III, “d”) por maioria simples. O artigo 192, que trata da estrutura do sistema financeiro, no inciso V, dispõe que a nomeação, “bem como os impedimentos após o exercício do cargo” de membros da diretoria do banco central será normatizado através de lei complementar.

(ii) *relação com o Tesouro Nacional, emissão de moeda e política monetária*: o artigo 164, *caput*, estabelece que pertence à União a competência para emissão da moeda e que esta será exercida pelo banco central. O parágrafo 1º veda ao banco central a concessão de empréstimos ao Tesouro ou a

³ Destaque-se a posição majoritária ocupada pelo Banco do Brasil no Conselho da SUMOC.

⁴ Mecanismo que permitia ao Banco do Brasil acesso aos recursos depositados no Banco Central. A esse respeito, consultar FRANÇA, 1986.

qualquer órgão que não seja instituição financeira. Entretanto, o parágrafo 2º permite que o banco central possa comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, “com o objetivo de regular a oferta da moeda e a taxa de juros”. Se, de um lado, vedar empréstimos ao Tesouro garante mais autonomia decisória ao banco central, por outro, ao autorizar o banco a ter uma carteira de títulos do Tesouro, mesmo para fins de política monetária, é inegavelmente, para Simonsen (1995: 15) “um financiamento disfarçado” (*apud* p. 193). O parágrafo 3º determina que “as disponibilidades de caixa da União serão depositadas no banco central”. Trata-se da função de banqueiro do governo.

(iii) *estrutura do sistema financeiro nacional*: conforme já mencionado, é necessário a elaboração de uma lei complementar que regulamente o artigo 192 da Constituição. Na sua ausência, continua em vigor a Lei 4 595/64.

Saddi então conclui: “a disciplina constitucional do Banco Central, em resumo, é omissa nos detalhes da estabilidade de seus mandatários, não restringe de forma completa a vedação de empréstimos ao Tesouro e remete a uma futura lei complementar, até hoje não emanada, a disciplina do sistema financeiro nacional. Optando apenas pelos parâmetros gerais, o constituinte acabou não indicando o modelo de autoridade monetária para o Brasil: autônomo ou dependente do Poder Executivo” (p. 197).

De qualquer maneira, “à margem da disciplina constitucional”, é preciso investigar a relação entre as funções clássicas de um banco central⁵ com as funções do Banco Central do Brasil. E, nos termos do artigo 10 da Lei 4 595/64, o Banco Central do Brasil detém todas essas funções.

Isto é necessário, segundo o autor, pois para a concessão de autonomia ao banco central “é imprescindível que se aperfeiçoe a sua especialização”. Nesse sentido, é preciso retirar as funções atípicas do Banco Central do Brasil, que o autor divide em: “legislativas” (circulares, resoluções etc.), “executivas” (cobrança de impostos financeiros), “judiciárias” (intervenção extrajudicial), “policiais” (fiscalização do sistema financeiro nacional) e até “diplomáticas” (ações conjuntas com bancos centrais estrangeiros e/ou organismos internacionais). Há também o Programa de Garantia e da Atividade Agropecuária (PROAGRO) — em fase de extinção —, a administração de vários fundos e dos planos de consórcio.

O autor imputa como atípicas ao papel que cabia ao Banco Central do Brasil essas funções indevidamente assumidas nas décadas de 1960 e 1970 e impulsionadas pela ideologia do desenvolvimentismo. Somente com o processo hiperinflacionário⁶ da década de 1980 constatou-se que o banco central 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 banco central concentrar-se somente nas atividades monetárias (p. 206). E conclui que o banco central vive um “dilema”: “seu objetivo⁷ está equivocado como modelo moderno de autoridade monetária e sua área de atuação está incompatível com sua verdadeira função, se atentarmos no objetivo já estabelecido de um banco central, que é defender a moeda” (p. 212).

A questão principal a ser respondida, no último capítulo, é a seguinte: “o Banco Central deve ser autônomo?”. Podemos adivinhar a resposta: “Conclui-se, por conseguinte que um banco central com poderes regulatórios apenas para garantir a estabilidade da moeda está em sintonia com o balaústre da autonomia da autoridade monetária: ter uma missão estatutária e livrar-se das ingerências políticas tão maléficas à moeda” (p. 216-217).

Para tanto, sete aspectos legais para a autonomia do Banco Central são apresentados: “proibição de financiamento ao Tesouro; garantia de mandato dos dirigentes do banco; o próprio regime jurídico do Banco Central; a transferência de lucros do Banco para o Tesouro; o regime cambial a ser adotado, o estabelecimento de mecanismos de prestação de contas (*accountability*) e a coordenação macroeconômica” (p. 217).

O Banco Central do Brasil deve ser poupado das pressões políticas para financiar o Tesouro, não obstante

⁵ Conforme John D. Standford, um banco central é: 1) a fonte última de moeda para a economia; 2) o banqueiro do governo; 3) banqueiro dos bancos comerciais; 4) supridor de recursos em última instância; 5) guardião e administrador de reservas estrangeiras; e 6) regulador das instituições do setor financeiro (STANDFORD, 1981: 13 *apud* SADDI, 1997: 198).

⁶ “A própria Constituição de 1988 teve o entendimento intuitivo de que a inflação é gerada pelo financiamento ao Governo [...]” (p. 206).

⁷ Segundo a Lei 4 595/64, art. 9º: “[...] compete ao Banco Central do Brasil cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional”.

alguns bancos centrais autônomos comprarem títulos de seus governos. O autor afirma que “a tradição brasileira” não permite essa prerrogativa face ao “abuso” existente e que o financiamento deve ser realizado pela política fiscal. Aos seus dirigentes devem ser garantidos mandatos fixos para prevenir influência política a fim de que “possam ser livres para agir da forma mais técnica e adequada a cada situação particular” (p. 219)⁸. O Banco Central do Brasil deve permanecer como autarquia federal e seus lucros devem ser transferidos para o Tesouro e a definição do regime cambial é fundamental face às articulações com a política monetária. Com relação à prestação de contas, o autor não apresenta nenhum modelo mais acabado, mas apenas reafirma a sua necessidade.

Pré-requisito da coordenação macroeconômica é a necessidade de equilíbrio fiscal: “é imprescindível a normalização das contas públicas antes de se ter banco central autônomo” (p. 227). O autor, inspirado no modelo chileno, vê com bons olhos a criação de um conselho livre da representação corporativa, com “órgão hierarquicamente superior à diretoria e ao próprio Banco Central. Com a finalidade exclusiva de perseguir a estabilidade monetária” (p. 227), bem como um “comitê misto, com representantes do Executivo e do Banco”, cuja função “seria coordenar todas as políticas macroeconômicas do Estado, dando ao Ministro da Fazenda a sua presidência e a prerrogativa de vetar qualquer decisão; esse veto, poderia ser derrubado por uma maioria qualificada” (p. 227)⁹.

Além desses aspectos legais mencionados, o autor chama atenção para outros dois de caráter institucional: um *político* (relacionado aos grupos de pressão públicos e privados) e outro *técnico* (relacionado à exceção da política monetária), ou seja, uma programação monetária “com metas definidas para a base monetária, o crescimento dos agregados monetários, e também para os índices de inflação almejados” (pp. 232-233).

Mas nem tudo é um mar de rosas. Saddi informa o surgimento das teorias “*too big to fail*”, isto é, grandes bancos e instituições financeiras não podem quebrar, a não ser que tenham “caráter emergencial e imprescindível”. Ora, tal avaliação é extremamente subjetiva. Entretanto, ele critica acertadamente o mecanismo da zeragem automática (garantia de recompra dos títulos públicos). Quanto às pressões públicas, o autor se refere ao caso dos bancos estaduais como financiadores dos governos estaduais através do mecanismo de antecipação de receitas orçamentárias, que desde 1983 vem recebendo apoio do Banco Central do Brasil¹⁰.

* * *

O objetivo de Maxfield é saber “por que os políticos abrem mão do controle da economia, principalmente quando o desempenho econômico influencia a sua popularidade” (p. 03).

A autora afirma que a maioria das respostas desprezam o contexto internacional, principalmente em relação aos países em desenvolvimento, onde “circunstâncias financeiras nacional e internacional são inseparáveis [e] eventos financeiros são uma parte importante na história das decisões dos políticos em conceder autoridade ao banco central” (p. 04). Por independência do banco central, Maxfield refere-se à discricão sobre as metas e as ferramentas da política monetária (p. 20-1).

Nesse sentido, “os políticos usam a independência do banco central para sinalizar *creditworthiness*¹¹ da nação para investidores potenciais” e a probabilidade de se utilizarem com este objetivo será maior: “(1) quanto maior a necessidade de seus países de apoio ao balanço de pagamentos; (2) quanto maior a expectativa da eficácia da sinalização; (3) quanto maior a estabilidade dos mandatos dos políticos; e (4) quanto menor a restrição de seus países às transações financeiras internacionais” (p. 04).

Após discorrer sobre as funções dos bancos centrais, Maxfield apresenta alguns fatores que levaram ao

⁸ Paradoxalmente, o autor afirma que “é evidente que o Banco Central não pode agir como se estivesse isolado de pressões, ou como um ente técnico insulado de seu ambiente natural. É uma instituição política [...]” (p. 226).

⁹ Apesar de não fazer uma referência expressa, o autor inspirou-se no modelo chileno (cf. pp. 104-112).

¹⁰ O voto CMN 233/83 criou o Programa de Apoio Creditício (PAC) e o voto CMN 446/84 instituiu o Programa de Recuperação Econômico Financeira (PROREF) (p. 230-231).

¹¹ *Creditworthiness* expressa uma avaliação do potencial credor quanto à capacidade e desejo de pagamento de dívidas, passadas e futuras, do agente demandante de crédito, ou seja, consiste numa espécie de estimativa ou índice de reputação daquele que está demandando crédito. Agradeço ao economista Marcos R. Vasconcelos por estes esclarecimentos. Tradução literal: merecimento de crédito.

aumento de interesse sobre os bancos centrais: i) com o fim das taxas fixas de câmbio em 1971, *policymakers* encontraram na independência dos bancos centrais uma âncora de preços para controlar a inflação, ou seja, limitar a instabilidade de preços na conjuntura de taxas de câmbio flutuantes; ii) a incapacidade da política monetária na determinação dos níveis de emprego; iii) globalização dos mercados financeiros; iv) o requisito de independência dos bancos centrais contida no Tratado de Maastricht ; e v) a revolução racionalista nas Ciências Sociais (pp. 07-12).

A autora apresenta também os argumentos favoráveis e contrários à independência do banco central. O principal a favor é o de que “melhora o desempenho econômico”, não obstante ser empiricamente controverso (p. 13). Os contrários referem-se à coordenação política e à prestação de contas (pp. 14-7).

A politóloga passa a investigar então as “fontes políticas” da independência do banco central. O balanço bibliográfico apresenta três principais explicações: a) 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”; b) a natureza das instituições políticas e o sistema partidário, ou seja, a “extensão da competição política molda o custo da mudança”; e c) a necessidade de financiamento do governo. Pode ser que tenha sido verdadeiro no momento da fundação dos bancos centrais como, por exemplo, o Banco da Inglaterra, mas atualmente é questionável, pois o governo pode se decidir por um financiamento inflacionário.

O “peso relativo” de cada “fonte” e suas “interações” não estão claros. Além disso, os pesquisadores utilizam conceitos de independência e metodologia diferentes. As pesquisas apontam, entretanto, que a independência do banco central não vem da pena do legislador e que ela varia conforme o “nível de desenvolvimento econômico” de cada país (p. 19). Há outras explicações secundárias: que ela se apóia na liderança do seu presidente e na ideologia econômica. O problema desta última, segundo a autora, é não informar “por que e quando os *policymakers* adotam ideologias particulares” (pp. 31-32).

Maxfield busca nas condições internacionais a explicação para este fenômeno característico da década de 1990: a independência dos bancos centrais nos países em desenvolvimento “varia de acordo com as necessidades de crédito e investimento, conforme compreendidas pelos políticos” e medida através do balanço de pagamentos. Os detentores de ativos financeiros internacionais podem inclinar-se a investir em países com bancos centrais independentes por duas razões: (i) “os investidores contam com bancos centrais com descrição e autoridade para manter a estabilidade da política econômica nacional”; e (ii) “investidores internacionais podem acreditar na sua capacidade de influenciar a política [sendo ela] maior quanto mais independente o banco central for do executivo” (pp. 35-6).

A sinalização da independência do banco central não atinge igualmente os investidores internacionais. A resposta varia conforme o tipo de ativo (investimento direto estrangeiro, empréstimos bancários internacionais, bônus (títulos) estrangeiros e participação acionária¹² estrangeira e de característica (especificidade do ativo, estrutura de risco, acesso à informação local e número de investidores) (p. 36).

Com efeito, a eficácia em sinalizar *creditworthiness* varia também de acordo com as características do mercado financeiro internacional: (i) “a relação entre oferta e demanda por recursos financeiros internacionais”; e (ii) “a forma predominante de intermediação financeira internacional” (p. 37).

Com relação à segunda característica, o mercado de bônus governamentais emitidos pelos países em desenvolvimento era praticamente inexistente na década de 1980, mas explodiu na de 1990. Os detentores destes ativos de alta liquidez estão interessados nas condições macroeconômicas, mas não possuem nenhuma vantagem para obter informação local. Assim, procuram sinais das “políticas futuras”. São aqueles que mais respondem à independência do banco central como sinalização de *creditworthiness*.

Na outra ponta da linha estão os investimentos diretos e a independência do banco central como sinalização de *creditworthiness* é pouco eficaz. Neste *continuum* encontram-se no meio os empréstimos internacionais e as participações acionárias com respostas baixas ou moderadas.

Estudos econométricos permitem relacionar independência do banco central e investimento privado nos países em desenvolvimento: quanto maior a primeira, mais alto o segundo. Nesse sentido, a independência do

¹² “Participação acionária” é a tradução literal de *equity share*.

banco central não só é desejável, mas também factível (através do desenvolvimento do mercado financeiro).

Maxfield estuda quatro casos: Tailândia, México, Coreia do Sul e Brasil. A maior parte do capítulo dedicado ao Brasil trata da origem do Banco Central, o papel desempenhado pelo Banco do Brasil, SUMOC e CMN e os acontecimentos de 1967 (a posse de Costa e Silva e a demissão de Dênio Nogueira). Nesta reconstituição histórica, a autora destaca o papel das classes dominantes e de suas frações e suas relações com o aparelho econômico estatal.

A autora conclui que a pesada regulamentação do sistema financeiro, a estabilidade do regime político pós-64, altas reservas internacionais e excesso de liquidez no mercado internacional atenuaram a necessidade de competir por capital internacional e *creditworthiness*. Os anos oitenta e noventa caracterizam-se por uma maior necessidade de *creditworthiness*, mas o *status* do Banco Central do Brasil permanece o mesmo. Contudo, “a importância crescente do investimento em participações acionárias, particularmente como forma de financiamento do balanço de pagamentos, aumentou a sensibilidade da elite política às necessidades de competir por financiamentos internacionais” (p. 136).

* * *

Algumas questões mais gerais dos dois estudos devem ser destacadas para contribuir e provocar o debate. O livro de Saddi extrapola os limites do Direito tornando a sua obra uma importante referência para pesquisadores da Ciência Política, Sociologia, História Econômica e Economia e trafega com bastante desenvoltura na bibliografia de cada área. Mas é exatamente o formalismo jurídico o ponto fraco do livro, como, por exemplo, a ingenuidade em relação à caracterização do regime democrático (“poderes independentes e harmoniosos entre si”). É o Direito que o coloca em situações difíceis quando se defronta com fenômenos que não se enquadram no seu esquema teórico mais geral (teoria da autonomia): o caso japonês é ilustrativo (banco central dependente e economia com inflação extremamente baixa). Nesses momentos, apela-se para os fatores históricos e culturais ou a “personalidade do líder”, cuja única função é dar resposta a uma teoria em xeque.

É preciso destacar também que sua adesão às teses monetaristas tem implicações previsíveis: “a autonomia será o denominador comum de todos os bancos centrais no futuro” (p. 246). Diante de tal fatalismo (ou *consenso*), qual seria a saída? Contribuir ativamente no debate atual que, para ele, está circunscrito em saber quando o Banco Central do Brasil ficará livre das ingerências do Ministério da Fazenda. Ou seja, Saddi deseja que o Ministério da Fazenda não intervenha no cotidiano da administração da política monetária e quer que o modelo a ser implantado seja semelhante ao chileno. É crer para ver.

Já o livro de Maxfield tem uma grande virtude: relacionar as questões nacionais e internacionais, pois sabemos que o problema crônico da economia brasileira tem sido a sua forma de financiamento (dependente de capitais externos). Sua explicação multifatorial é muito interessante. O problema deste tipo de explicação, ao permitir uma combinação tão variada de diferentes fatores, é prender-se exclusivamente aos elementos conjunturais e perder de vista os aspectos estruturais do fenômeno a ser investigado. A autora descarta a questão da ideologia econômica, que explica a alteração das funções dos bancos centrais e a sua independência através da consagração da hegemonia do pensamento monetarista no final dos anos 1970 e durante os anos 1980. Entretanto, sua crítica é muito rápida para uma tese muito bem fundamentada¹³, pois a “ideologia econômica” dominante no campo dos economistas tem um impacto significativo neste debate, principalmente se os economistas pertencerem à “elite dirigente”, como no caso brasileiro (Loureiro).

Pode-se concordar ou não com a tese central de Maxfield, mas não se pode deixar de reconhecer que ela ao menos tenta explicar a emergência de bancos centrais independentes, ao contrário da incorporação acrítica de Saddi.

Recebido para publicação em maio de 1998.

Marcos Novelli (novelli@turing.unicamp.br) é Bacharel em Ciências Sociais (Universidade Estadual de Campinas) e mestrando em Ciência Política na Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP).

¹³ Cf. GOODHART (1995). Especialmente os capítulos 4 (“*Central Bank Independence*”) e 10 (“*The Objectives for, and Conduct of, Monetary Policy in the 1990s*”).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANAIAI**, K. *et alii*. (1994). "The Inflation Tax Is Likely to be Inefficient at any Level". *Kredit und Kapital*, 3 (1), jan.
- FRANÇA**, P. (1986). "A 'Conta de Movimento' entre o Banco do Brasil e o Banco Central". *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, 40 (3), mar.
- GOODHART**, C. A. E. (1995). *The Central Bank and the Financial System*. Cambridge, MIT Press.
- LOUREIRO**, M. R. (1997). *Os economistas no governo: gestão econômica e democracia*. Rio de Janeiro, FGV.
- ROLL**, E. (1993). *Independent and Accountable: a New Mandate for the Bank of England*. London, Center of Economic Policy Research.
- SIMONSEN**, M. H. (1995). "O banco central ideal". *Exame*, São Paulo, 08/11.
- STANFORD**, J. D. (1981). *Moeda, bancos e atividade econômica*. São Paulo, Atlas.

* * *