



**UNIVERSIDADE  
FEDERAL RURAL  
DE PERNAMBUCO**

DECON – DEPARTAMENTO DE ECONOMIA  
BACHARELADO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL E A INFLAÇÃO: UMA  
ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE AUTONOMIA E ESTABILIDADE DE  
PREÇOS NO BRASIL**

**JOÃO PEDRO DE MELO BANDEIRA**

Recife/PE

2025



DECON – DEPARTAMENTO DE ECONOMIA  
BACHARELADO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL E A INFLAÇÃO: UMA  
ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE AUTONOMIA E ESTABILIDADE DE  
PREÇOS NO BRASIL**

**JOÃO PEDRO DE MELO BANDEIRA**

Monografia apresentada à Universidade Federal Rural de Pernambuco (UFRPE) como requisito para obtenção de grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

**Orientadora:** Prof. Dra. Sônia Maria Fonseca Pereira Oliveira Gomes.

Recife/PE

2025

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação  
Sistema Integrado de Bibliotecas da UFRPE  
Bibliotecário(a): Auxiliadora Cunha – CRB-4 1134

B214i Bandeira, João Pedro de Melo.

A independência do Banco Central e a inflação: uma análise da relação entre autonomia e estabilidade de preços no Brasil / João Pedro de Melo Bandeira. – Recife, 2025.

40 f.; il.

Orientador(a): Sônia Maria Fonseca Pereira Oliveira Gomes.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Universidade Federal Rural de Pernambuco, Bacharelado em Ciências Econômicas, Recife, BR-PE, 2025.

Inclui referências, apêndice(s) e anexo(s).

1. Banco Central da República do Brasil. 2. Atividade econômica. 3. Inflação. 4. *Bancos - Autonomia* 5. Política monetária. I. Gomes, Sônia Maria Fonseca Pereira Oliveira, orient. II. Título

CDD 330

**JOÃO PEDRO DE MELO BANDEIRA**

**A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL E A INFLAÇÃO: UMA  
ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE AUTONOMIA E ESTABILIDADE DE  
PREÇOS NO BRASIL**

TCC apresentado ao Curso de Graduação em Economia da Universidade Federal Rural de Pernambuco, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovado em: 26/02/2025.

**BANCA EXAMINADORA**

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. SÓNIA MARIA FONSECA PEREIRA GOMES – UFRPE (Orientadora)  
Universidade Federal Rural de Pernambuco

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. CAMILA MARIA PERNAMBUCO PEIXOTO DA SILVA – UFRPE (Examinadora  
Interna)  
Universidade Federal Rural de Pernambuco

Prof. Dr. LUIZ FLÁVIO ARREGUY MAIA FILHO (Examinador Interno)  
Universidade Federal Rural de Pernambuco



**DECON – DEPARTAMENTO DE ECONOMIA  
BACHARELADO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL E A INFLAÇÃO: UMA  
ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE AUTONOMIA E ESTABILIDADE DE  
PREÇOS NO BRASIL**

**JOÃO PEDRO DE MELO BANDEIRA**

Monografia submetida ao corpo docente do Curso de Ciências Econômicas da  
Universidade Federal Rural de Pernambuco e aprovada na data a seguir:

Recife, \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2025.

**BANCA EXAMINADORA**

**Prof<sup>a</sup>. Dra. Sônia Maria Fonseca Pereira Oliveira Gomes (Orientadora)**

Assinatura: \_\_\_\_\_ Nota: \_\_\_\_\_

**Prof<sup>a</sup>. Dra. Camila Maria Pernambuco Peixoto da Silva**

Assinatura: \_\_\_\_\_ Nota: \_\_\_\_\_

**Prof. Dr. Luiz Flávio Arreguy Maia Filho**

Assinatura: \_\_\_\_\_ Nota: \_\_\_\_\_

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>2 – TEORIA DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL.....</b>	<b>10</b>
<b>3 – MACROECONOMIA BRASILEIRA.....</b>	<b>14</b>
<b>4 – METODOLÓGIA.....</b>	<b>18</b>
<b>4.1 - Independência do Bacen .....</b>	<b>19</b>
<b>4.1.1 Independência Legal do Bacen .....</b>	<b>25</b>
<b>4.1.2. – Independência Real - Índice de Rotatividade.....</b>	<b>28</b>
<b>4.2 Inflação.....</b>	<b>30</b>
<b>4.3 Método de Mínimos Quadrados Ordinários .....</b>	<b>30</b>
<b>5 – RESULTADOS .....</b>	<b>31</b>
<b>6 –CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>34</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>35</b>

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

### FIGURAS

Figura 1 - Fluxograma referente à origem da Teoria da Independência do Banco Central.....	11
Figura 2 - Principais vantagens e desvantagens da adoção de um BCI .....	14
Figura 3 - Perguntas mais frequentes para mensuração do índice legal .....	21

### GRÁFICOS

Grafico 1 - Grau de Independência Legal – Brasil, 1995-2024.....	28
Grafico 2 - Inflação Anual – Brasil, 1995-2024 .....	30
Grafico 3 - Inflação, Índice de independência legal – IBC e Rotatividade – Brasil, 1995-2024 .....	31

### TABELAS

Tabela 1 - Rotatividade dos Presidentes do Banco Central, 1995-2024.....	29
Tabela 2 - Análise descritiva dos dados.....	31
Tabela 3 - Estimção: Inflação Transformada, Grau de Independência e Rotatividade .....	33

## RESUMO

Esta monografia pretende testar a teoria da Independência do Banco Central. Para tanto, busca-se avaliar as possíveis relações entre independência do BACEN com variáveis econômicas relevantes, especialmente a inflação. O foco principal é examinar se existe uma relação entre maior autonomia da autoridade monetária e a estabilidade dos preços. Aplicou-se um modelo de Mínimos Quadrados Ordinários para o período entre os anos de 1995 e 2024 e encontrou-se sinais de que maiores níveis de rotatividade podem estar associados a uma inflação mais alta, quando usa-se a rotatividade como *proxy* para grau de independência real. No entanto, não parece existir relação entre a inflação e o índice de independência legal do Banco Central (**BCI**) para os dados brasileiros podendo indicar que a autonomia formal da instituição, embora essencial para a previsibilidade econômica e a credibilidade da política monetária, não garante, por si só, o controle da inflação. Outro aspecto importante é que o caso brasileiro tende a mostrar que a estabilidade da política monetária e a independência do Banco Central são fatores relevantes para um ambiente econômico previsível, mas insuficientes para conter a inflação se não forem acompanhados por uma política fiscal responsável e por um contexto macroeconômico favorável.

**PALAVRAS CHAVES:** Palavras-chave: Banco Central; índice IBC; inflação; independência; rotatividade.

## ABSTRACT

This monograph aims to test the theory of Central Bank Independence. To this end, it seeks to evaluate the possible relationships between BACEN independence and relevant economic variables, especially inflation. The main focus is to examine whether there is a relationship between greater autonomy of the monetary authority and price stability. An Ordinary Least Squares model was applied for the period between 1995 and 2024 and found signs that higher levels of turnover may be associated with higher inflation, when using turnover as a proxy for the degree of real independence. However, there does not appear to be a relationship between inflation and the Central Bank's legal independence index (BCI) for the Brazilian data, which may indicate that the institution's formal autonomy, although essential for economic predictability and the credibility of monetary policy, does not, by itself, guarantee inflation control. Another important aspect is that the Brazilian case tends to show that the stability of monetary policy and the independence of the Central Bank are relevant factors for a predictable economic environment, but insufficient to contain inflation if they are not accompanied by a responsible fiscal policy and a favorable macroeconomic context.

**KEYWORDS:** Central Bank; IBC index; inflation; independence; turnover

## INTRODUÇÃO

No mundo, os bancos centrais vêm desempenhando um papel importante. Eles são fundamentais para o funcionamento das economias locais. Atuam como defensores e guardiões da estabilidade da moeda. Por consequência, contribuem para a saúde do sistema financeiro e para a estabilidade econômica nacional. Também têm grande influência nos mercados globais. Suas decisões impactam o mercado internacional. Alguns bancos centrais, como o Federal Reserve dos EUA, o Banco Central Europeu e o Banco do Japão, têm impactos sentidos mundialmente.

O marco inicial para o surgimento dos bancos centrais se dá com a criação do Banco da Inglaterra em 1694, que basicamente atuava emitindo moeda e servindo como banco do governo inglês, além de ter contribuído para a estabilidade financeira e econômica. Segundo a Empresa Brasil de Comunicação (2024), “desde a sua criação, tem servido como banco do governo britânico e é o progenitor dos bancos centrais em todo o mundo”.

Neste âmbito, até os dias atuais muitas mudanças foram sendo incorporadas, mas permanecendo o fato de ainda deterem o monopólio da emissão da moeda e administrarem as reservas internacionais e o estoque de ouro de seus países. Vale ressaltar que também continuam atuando como banco dos bancos”, garantindo suporte ao sistema financeiro nacional via empréstimos emergenciais que acabam por regular o sistema financeiro como um todo e a evitar colapsos. Além disso, desempenham um importante crucial na economia ao controlarem a liquidez do mercado via regulação dos depósitos compulsórios dos demais bancos que compõem o mercado de crédito nacional.

Dentre as funções dos bancos centrais ainda se destacam a definição das políticas monetárias através do uso de diversos instrumentos para controlar a quantidade de moeda em circulação e as taxas de juros da economia; supervisão do sistema financeiro ao regularem as instituições financeiras de forma a garantir que tenham recursos suficientes para honrar suas obrigações, por um lado e por outro lado, a proteção dos consumidores, de forma que estes tenham acesso à informações relevantes sobre a atuação transparente e honesta dos demais bancos que compõem o sistema financeiro nacional.

É fundamental destacar o papel da gestão das reservas internacionais. Em um cenário de economias cada vez mais globais, essas reservas garantem maior segurança e proteção. Elas ajudam a prevenir crises cambiais e a reduzir o impacto de interrupções nos fluxos de capital. Segundo o Banco Central do Brasil, “As reservas internacionais são os ativos do Brasil em moeda estrangeira e funcionam como uma espécie de seguro para o país fazer frente às suas obrigações no exterior e a choques de natureza externa, tais como crises cambiais e interrupções nos fluxos de capital para o país.” Esse fenômeno é recorrente e esteve presente em diversas crises mundiais, especialmente em países da América Latina.

Na grande maioria dos países, esses organismos são instituições estatais e têm como principal missão garantir a estabilidade econômica. Sua atuação visa, sobretudo, preservar o poder de compra da moeda e manter a inflação sob controle. O debate sobre a independência dessas instituições ganhou força ao longo do tempo, impulsionado pela busca de uma política econômica mais eficiente. O Tratado de *Maastricht*, por exemplo, reforçou essa tendência ao estabelecer critérios rigorosos para que os países ingressassem na União Europeia, exigindo maior autonomia dos Bancos Centrais.

No Brasil, a discussão sobre a independência do Banco Central se intensificou durante os esforços para conter a hiperinflação nas décadas de 1980 e 1990. O Plano Real, implementado no governo de Fernando Henrique Cardoso, foi um marco nesse processo, permitindo um controle mais eficaz da inflação e trazendo maior previsibilidade à economia. Ainda assim, o país não figura entre aqueles com os Bancos Centrais mais independentes, pois a instabilidade política segue influenciando as decisões econômicas.

Atualmente, a independência do Banco Central continua sendo um tema amplamente debatido entre economistas e parlamentares. Diante do histórico de crises inflacionárias e tentativas frustradas de estabilização, a possibilidade de conferir maior autonomia à instituição é vista como um meio de evitar os erros do passado. De acordo com o estudo feito por Barro e Gordon (1983), um Banco Central independente reduz a tentação do governo de usar a política monetária para estimular artificialmente o crescimento econômico antes de eleições, o que frequentemente leva a inflação de longo prazo.

O principal argumento a favor da autonomia é garantir que a política monetária seja conduzida com base em critérios técnicos, sem pressões políticas que possam comprometer o controle da inflação. Isso permitiria que os dirigentes da instituição tomassem decisões impopulares quando necessário, sem estarem sujeitos a interesses eleitorais de curto prazo. Medidas como o ajuste da taxa de juros, por exemplo, poderiam ser implementadas de forma mais eficiente para conter pressões inflacionárias. E, com isso pretende-se eliminar o viés inflacionário e evitar que o Banco Central (BACEN) seja utilizado para financiar déficits fiscais do governo central. Os defensores da independência argumentam que, ao reduzir a influência política, a autoridade monetária pode se concentrar exclusivamente em sua meta fundamental: assegurar a estabilidade de preços e, conseqüentemente, fortalecer a economia.

Diante disso, este trabalho busca investigar a relação entre o grau de autonomia da autoridade monetária e a taxa de inflação, usando para o estudo de caso, o Brasil procurando entender se um maior nível de independência contribui para uma maior estabilidade de preços. A hipótese sugerida é de que há uma relação inversa entre o grau de autonomia do banco central e a inflação, ou seja, quanto maior a independência da autoridade monetária, menor tende a ser a taxa de inflação.

Para tanto pretende-se usar dados referentes ao grau de independência do BACEN, à inflação e à rotatividade dos presidentes do BACEN, para o período entre 1995 e 2024 e utilizar o modelo de Mínimos Quadrados Ordinários de forma a encontrar evidências que corroborem a hipótese aqui defendida.

O trabalho está dividido em quatro sessões além desta introdução, na qual a primeira se debruça na apresentação da fundamentação teórica por trás da teoria da independência do Banco Central. As demais sessões se ocupam de apresentar o cenário macroeconômico do país fazendo uma análise crítica em relação aos acontecimentos políticos relevantes e que devem ser levados em consideração neste debate; de apresentar a metodologia usada, sendo esta seção subdividida em três onde se discute a metodologia que dará suporte à construção dos índices de independência legal e real, além do método econométrico a ser utilizado; de descrever e analisar os resultados e considerações finais.

## 2 – TEORIA DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL

No final do século XX, a Teoria da Independência do Banco Central ganhou força no cenário econômico mundial. Nesse período, a credibilidade na condução das políticas monetárias estava abalada. O fim do sistema Bretton Woods e o primeiro Grande Choque do Petróleo provocaram surtos inflacionários em vários países. Ao mesmo tempo, na América Latina, a estagflação se tornou um problema. A economia apresentava estagnação combinada com alta inflação, especialmente na década de 1970.

Ao mesmo tempo, o Bundesbank (Alemanha) obteve sucesso no controle da inflação. Com alta independência, focou na estabilidade de preços. Paralelamente, a rejeição global à inflação cresceu devido às incertezas de longo prazo. Até a década de 1990, essa teoria ganhou popularidade, impulsionada pelo sucesso dos países que a adotaram. Diante disso, diversos estudos foram realizados para analisar a relação entre o grau de independência dos bancos centrais (IBC) e outras variáveis macroeconômicas, buscando identificar correlações.

O trabalho de Mendonça (2003) apresenta o fluxograma abaixo, Figura 1, que mostra a origem da teoria da Independência do Banco Central em que tem-se de início a discussão sobre metas de inflação, em seguida o fim do sistema *Bretton Woods* e a ocorrência do primeiro Grande Choque do Petróleo, período que também há a introdução da teoria das expectativas racionais, teoria na qual se sugere que os agentes econômicos (como consumidores, empresas e investidores) tomam decisões baseadas em todas as informações disponíveis, incluindo o conhecimento de como a política econômica funciona e as previsões sobre o futuro.

Neste âmbito, é fortalecida a hipótese da neutralidade da moeda no longo prazo, ou seja, a ideia de que a mudança no estoque de moeda na economia não afetará variáveis reais, como o produto e o emprego, somente variáveis nominais, como a inflação, os salários e a taxa de câmbio e nisso colocando-se em xeque a credibilidade na condução da política econômica e busca-se então a redução de diversos objetivos macroeconômicos a serem perseguidos pelo BACEN, o que dificultava muito o alcance dos objetivos deste organismo, passando-se a perseguir apenas a estabilidade de preços.

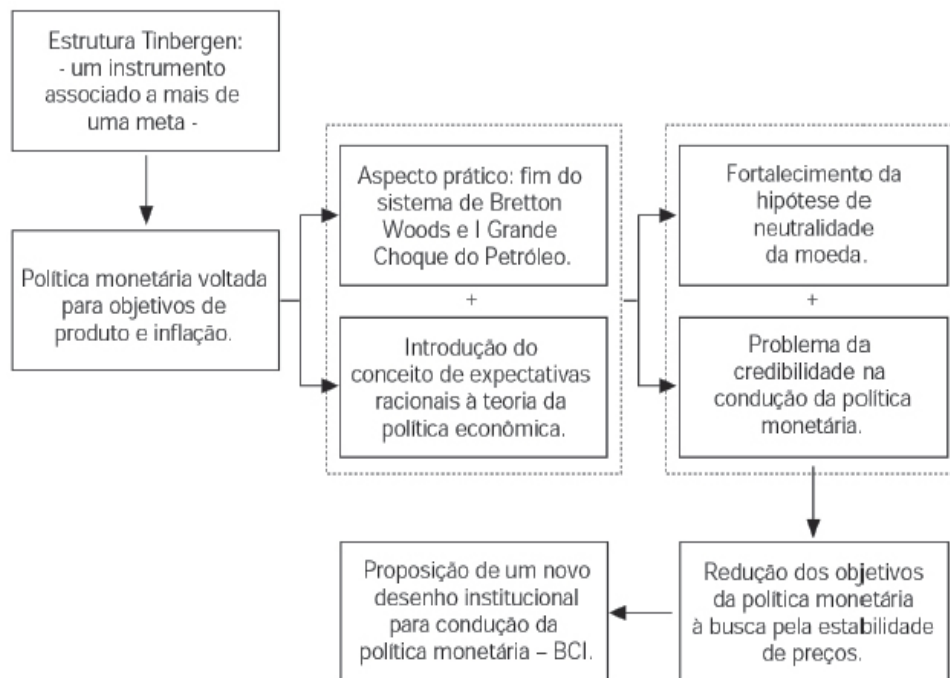


Figura 1 - Fluxograma referente à origem da Teoria da Independência do Banco Central

Fonte: Mendonça (2003).

E, finalmente isso culmina com a proposição de um novo desenho institucional para condução da política monetária com a defesa de um Banco Central (BC) independente, em que se exclui a possibilidade deste em financiar déficits, mesmo pressionado pelos outros poderes do governo, mantendo-se assim, focado na meta de estabilidade dos preços.

Neste cenário, um BACEN independente que apresente responsabilidade e eficiência na estabilização monetária acaba por tranquilizar o mercado e trazer confiança aos investidores, resultando numa poderosa relação direta entre nível de confiança e as tomadas de decisões políticas e econômicas. Nesse contexto, há um ambiente mais favorável a atração de investimentos, que em um mundo globalizado dos fluxos de capitais, é de extrema importância para economia do país.

No entanto, mesmo que um Banco Central seja independente e adote políticas monetárias restritivas, suas ações podem ser neutralizadas por políticas fiscais expansionistas. Sargent e Wallace (1981) procuraram estudar esse fenômeno e afirmam que, se a política fiscal é dominante, o BACEN não conseguirá influenciar no déficit e a oferta monetária já será dada. Portanto, eles concluem que deve haver

uma política monetária preponderante, para um maior controle do meio de pagamento e uma maior responsabilidade da diminuição do déficit orçamentário. Definindo assim o argumento da “independência financeira”.

A dominância fiscal, como ficou conhecida na literatura macroeconômica foi abordada por Kudland e Prescott (1977) em seu artigo, considerado percussor sobre esse tema em que abordam o problema da inconsistência temporal das políticas econômicas. A ideia central está na observação de que a formulação e decisão de políticas econômicas que aparentemente parecem ótimas, tornam-se subótimas ao serem implementadas, por conta dos incentivos conflitantes que os formuladores de políticas públicas enfrentam ao longo do tempo. Este estudo introduziu o conceito de que as políticas discricionárias (aquelas em que as decisões são ajustadas caso a caso) são particularmente vulneráveis a esse tipo de inconsistência. O governo e a autoridade monetária podem fazer o planejamento de políticas voltadas para a estabilidade de preços no longo prazo. No entanto, diante de pressões políticas ou econômicas, optam por medidas expansionistas de curto prazo, como aumentar a oferta monetária para estimular o crescimento ou reduzir o desemprego. Tal inconsistência, embora possa trazer benefícios imediatos, podem descumprir as metas de longo prazo. Isso resulta em inflação elevada e, principalmente, perda de credibilidade.

A solução proposta feita pelos autores é a adoção de políticas baseadas em regras claras e previsíveis, reduzindo assim, a margem para decisões discricionárias. Quando a política econômica segue os pré-requisitos, os agentes econômicos (como empresas e consumidores) podem ajustar suas expectativas de forma mais precisa e confiar que os objetivos de longo prazo serão priorizados. Por exemplo, se o governo ou o Banco Central demonstra um descumprimento de suas promessas, os agentes ajustam suas expectativas, elevando automaticamente o nível de inflação esperado e, conseqüentemente, os salários e preços, mesmo antes de qualquer ação expansionista ser tomada. O contrário também é válido. Com isso, o trabalho contribui para a compreensão teórica da importância da autonomia dos Bancos Centrais na promoção de uma política monetária confiável e eficaz.

Posterior a isso, surgiram estudos visando analisar o papel da independência do Banco Central e o impacto de diferentes graus de compromisso monetário. Rogoff (1985). aborda a questão do *trade-off* entre a credibilidade e a flexibilidade na

condução da política monetária. O autor cria o conceito de uma autoridade que seja um “conservador monetário”, ou seja, um formulador de política monetária, que seria o presidente do Banco Central que possui aversão a inflação. Assim, esse indivíduo prioriza a estabilidade de preços acima de outros objetivos econômicos, como o crescimento econômico e a redução do desemprego. A ideia central é que ao delegar a política monetária a um conservador monetário, a economia se beneficia de uma maior credibilidade no compromisso com a inflação e conseqüentemente com uma melhor expectativas dos agentes econômicos.

O autor ainda reconhece que a autoridade monetária não poderá ser excessivamente conservadora, pois isso pode levar à rigidez de resposta a choques adversos, como recessões e crises financeiras e com isso, este destaca a importância de haver um equilíbrio no grau de conservadorismo para se evitar tanto a falta de credibilidade quanto a perda de flexibilidade. Nesse equilíbrio, chega-se a um nível em que há o compromisso de minimizar-se a inflação sem sacrificar a capacidade de resposta às flutuações econômicas inesperadas.

Importante frisar que toda teoria econômica envolve *trade-offs*, e a Independência do Banco Central (IBC) não é exceção. Embora a IBC ofereça diversas vantagens, também apresenta desvantagens que merecem consideração. Mendonça (2003) analisa essas características e apresenta as vantagens e desvantagens desta escolha, o que pode ser visto na Figura 2, abaixo. Nessa figura é possível ver que, embora a independência do Banco Central possa contribuir para a credibilidade da política monetária e o controle da inflação, também pode gerar desafios, especialmente quando há falta de sinergia com a política fiscal, principalmente em países em desenvolvimento. Assim, nesses países, uma mudança fiscal pode ser mais efetiva que a IBC no controle inflacionário, e o cenário ideal é aquele em que as políticas fiscal e monetária estejam equilibradas.

Vantagens	Desvantagens
• Taxas de inflação menores e mais estáveis (países industrializados ad hoc);	• não há evidências de que sejam obtidas taxas de inflação menores e mais estáveis para o caso de países emergentes;
• disciplina dos gastos governamentais devido à queda na captação de senhoriagem;	• política monetária não é utilizada de forma contracíclica;
• concentração do objetivo da política monetária na busca pela estabilidade de preços;	• não impede o aumento do déficit fiscal via redução da taxa de juros;
• redução do viés inflacionário na condução da política monetária;	• não é uma estrutura democrática;
• redução de interferência de natureza política nas decisões operacionais do BC.	• base teórica não é sólida.

*Figura 2 - Principais vantagens e desvantagens da adoção de um BCI*

Fonte: Mendonça (2003).

### 3 – MACROECONOMIA BRASILEIRA

Historicamente, o Brasil é marcado pela forte influência do Estado no controle da política monetária. Uma das práticas adotadas pelo governo brasileiro era a senhoriagem. Esse termo pode ser entendido como o ganho do governo com a emissão de dinheiro. Quando o Banco Central imprime moeda para financiar despesas públicas ou cobrir déficits fiscais, ele adquire bens e serviços sem precisar aumentar impostos ou emitir dívida. O valor desse financiamento corresponde à quantidade de moeda emitida menos os custos de sua produção.

No Brasil, esse instrumento foi amplamente empregado antes da consolidação de um regime monetário mais autônomo, especialmente nos períodos de forte intervenção estatal na economia. Durante grande parte do Século XX, a ausência de limites institucionais ao financiamento do governo pelo Banco Central levou à deterioração da estabilidade econômica, culminando em momentos de hiperinflação. Esse fenômeno se intensificou nas décadas de 1980 e início dos anos 1990, quando a autoridade monetária ainda estava subordinada às decisões do Executivo e não possuía autonomia para conduzir a política de forma independente.

Um avanço ocorrido para evitar a prática de senhoriagem foi a criação do artigo 164 da Constituição de 1988 que proibia o Banco Central do Brasil (BCB) de financiar o Tesouro Nacional ou qualquer entidade não financeira, seja de forma indireta ou direta.

Durante a década de 1930, embora não houvesse uma autoridade monetária formal, as funções de emissão e regulação eram desempenhadas pelo Banco do Brasil, e o poder econômico-financeiro estava centralizado no Governo Federal. O governo Vargas intervia diretamente na política monetária para controlar a emissão monetária e de crédito, visando atender às políticas econômicas centralizadoras da época. Um exemplo disso foi a política de proteção ao café, uma estratégia para conter a queda do valor do produto e manter o preço da principal commodity brasileira do período. Esse controle estatal evidenciava a falta de independência da política monetária, subordinada a interesses políticos e econômicos do governo vigente.

Em 1945, foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), um órgão precursor ao Banco Central. No entanto, a instituição ainda estava subordinada ao Ministério da Fazenda, o que permitia a continuidade da influência governamental sobre as decisões monetárias. Durante o governo de Juscelino Kubitschek (1956-1961), a política econômica foi pautada pelo “Plano de Metas”, que demandou uma expansão expressiva de crédito e emissão monetária. Para viabilizar os investimentos em infraestrutura e industrialização, a SUMOC implementou políticas monetárias expansionistas, ilustrando a falta de independência da autoridade monetária e sua subordinação aos objetivos do governo. Esse cenário reforçou a necessidade de uma instituição com maior autonomia para evitar políticas inflacionárias descontroladas. Segundo Geovest (2022), “apesar da política extremamente liberal seguida por Juscelino Kubitschek com relação ao capital estrangeiro, esses organismos internacionais não aprovavam os pilares do PSI: protecionismo e controle de importações. Além disso, a ortodoxia monetarista predominante no FMI e no Banco Mundial também não aprovava a condução da política macroeconômica – com grandes déficits fiscais – e a política monetária expansionista, que não se preocupava com as crescentes taxas de inflação do período.”

A criação do Banco Central do Brasil ocorreu apenas em 1964, com a promulgação da Lei nº 4.595. Embora a legislação previsse uma certa autonomia, o controle do governo militar sobre a política econômica manteve a influência política sobre a instituição. Durante o “Milagre Econômico” (1968-1973), o Banco Central

adotou uma política monetária expansionista, sustentando um crescimento acelerado, mas contribuindo para o aumento da inflação nos anos seguintes. A ausência de uma independência efetiva permitiu que a autoridade monetária atendesse às prioridades do regime, mesmo que isso resultasse em desequilíbrios macroeconômicos de longo prazo. A crise econômica dos anos 1980 e a hiperinflação evidenciaram os problemas dessa falta de autonomia.

Na década de 1990, o Brasil passou por reformas estruturais que visavam conferir maior autonomia ao Banco Central e fortalecer o controle da inflação. O Plano Real, implementado em 1994, foi um divisor de águas ao trazer a estabilização inflacionária. Juntamente a isso, em 1999 foi introduzido o regime de metas de inflação e o tripé macroeconômico: metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário. Esse modelo se baseia na responsabilidade fiscal, no câmbio flutuante e no regime de metas para a inflação, funcionando como um mecanismo de equilíbrio para garantir previsibilidade econômica. A relação entre essas três frentes e a autonomia do Banco Central é essencial para entender como a condução da política monetária evoluiu ao longo das últimas décadas e como a independência da autoridade monetária se tornou um fator determinante na estabilidade de preços e no controle inflacionário.

O regime de metas de inflação estabeleceu uma referência clara para a condução da política monetária, determinando uma meta central de inflação a ser perseguida pelo Banco Central, com um intervalo de tolerância para acomodar choques temporários. Com essa mudança, a política monetária passou a ser guiada principalmente pela taxa básica de juros (Selic), ajustada conforme necessário para manter a inflação dentro da meta estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Segundo Banco Central do Brasil, “inflação baixa, estável e previsível traz vários benefícios para a sociedade. A economia pode crescer mais, pois a incerteza na economia é menor, as pessoas podem planejar melhor seu futuro e as famílias não têm sua renda real corroída. A partir de 2021, essa função de definição da meta anual de inflação passou para os membros executivos do Banco Central, a COPOM (Comitê de Política Monetária), elevando mais o grau de independência do país.

A eficácia desse modelo depende diretamente da credibilidade do Banco Central, pois somente uma autoridade monetária autônoma e comprometida com a

estabilidade de preços pode conduzir a política de juros de forma técnica, sem interferências políticas que possam comprometer seu objetivo principal.

Apesar dessas mudanças, a interferência política ainda era observada, como no episódio da demissão de Gustavo Franco em 1999, motivada por divergências sobre a política cambial. Até aquele momento, o Brasil operava sob um regime de câmbio administrado, conhecido como "banda cambial", estabelecido como parte do Plano Real (1994). Esse regime permitia que o Banco Central mantivesse o valor do real dentro de uma faixa pré-determinada em relação ao dólar, intervindo no mercado de câmbio por meio da compra e venda de moeda estrangeira.

No entanto, o Brasil enfrentava uma crise econômica no final da década de 1990, agravada pela crise financeira da Ásia (1997) e da Rússia (1998), que geraram uma fuga de capitais de mercados emergentes, incluindo o Brasil. Para manter o câmbio sob controle, o Banco Central precisou queimar reservas internacionais e elevar a taxa de juros para atrair investidores e segurar a desvalorização da moeda.

Gustavo Franco, que estava à frente do BCB desde 1997, era um defensor da manutenção do regime de câmbio administrado e acreditava que a defesa da banda cambial era essencial para evitar uma disparada da inflação. No entanto, o governo, sob pressão do mercado e do Fundo Monetário Internacional (FMI), começou a considerar a possibilidade de abandonar esse regime e adotar o câmbio flutuante. A decisão final ocorreu em janeiro de 1999, quando o Brasil enfrentou um forte ataque especulativo contra o real. Diante da crescente pressão, o governo Fernando Henrique Cardoso optou por mudar sua estratégia, permitindo que a moeda flutuasse livremente conforme a oferta e a demanda do mercado. Essa mudança foi considerada necessária para evitar o colapso das reservas cambiais e reduzir a vulnerabilidade externa do país.

Durante os dois primeiros mandatos de Lula (2003-2010), o Banco Central, sob a presidência de Henrique Meirelles, conquistou maior autonomia operacional, mesmo sem um arcabouço jurídico formalizando essa independência. A manutenção de taxas de juros elevadas para conter a inflação, no entanto, gerou debates sobre o equilíbrio entre autonomia e interesses políticos. Já no governo Dilma Rousseff

(2011-2016), houve episódios de interferência direta, como a redução artificial da taxa Selic para estimular o crescimento, que acabou resultando em aumento da inflação e perda de credibilidade da política monetária.

Um marco fundamental na história da independência do Banco Central ocorreu em 2021, com a sanção da Lei Complementar nº 179. A nova legislação estabeleceu oficialmente a autonomia da instituição, definindo seus objetivos e regulamentando a nomeação e exoneração de seu presidente e diretores. A lei conferiu ao Banco Central o status de autarquia de natureza especial, caracterizada pela ausência de subordinação hierárquica, mandatos fixos para seus dirigentes e autonomia técnica, operacional, administrativa e financeira. O presidente e os diretores passaram a ser nomeados pelo Presidente da República, com aprovação prévia do Senado Federal, para mandatos de quatro anos, com possibilidade de uma recondução. A exoneração antes do término do mandato passou a ser permitida apenas em casos específicos, como pedido do próprio dirigente, enfermidade incapacitante ou condenação judicial transitada em julgado.

Essa mudança representa um avanço na governança econômica do Brasil, alinhando o Banco Central às melhores práticas internacionais. A independência da autoridade monetária é essencial para garantir a credibilidade da política econômica e o controle da inflação, afastando-a de ciclos políticos de curto prazo que podem comprometer a estabilidade macroeconômica. A experiência brasileira demonstra que períodos de maior independência da política monetária tendem a resultar em maior previsibilidade e estabilidade inflacionária, enquanto momentos de intervenção política excessiva frequentemente levam a distorções e crises econômicas. Assim, a autonomia do Banco Central fortalece a confiança dos agentes econômicos e contribui para um ambiente macroeconômico mais estável e sustentável.

#### 4 – METODOLÓGIA

Para analisar a relação entre a independência do Banco Central e a inflação, este estudo adotará a metodologia baseada no índice desenvolvido por Cukierman, Webb e Neyati (1992), que mensura a autonomia das autoridades monetárias para o cálculo do grau de independência.

Esta sessão será dividida em duas etapas principais: (i) Independência do Bacen, onde se apresentam todas as discussões referentes à construção das duas medidas que medem o grau de independência do BACEN (independência legal e independência real) (ii) Inflação. Lembrando que na elaboração desses índices foram consideradas informações provenientes do Banco Central do Brasil, jornais de ampla circulação e IBGE bem como consulta a legislação para captar as mudanças nas leis e substituições de presidentes do Banco Central ocorridas ao longo do tempo.

#### 4.1 - Independência do Bacen

Os índices que calculam a independência do BACEN segundo Cukierman, Webb e Neyati (1992) são divididos em dois tipos, o de independência legal e o de independência real. O de independência legal é aquele que observa as leis que determinam o funcionamento do banco, enquanto o real avalia o comportamento dos agentes econômicos.

No que tange à independência legal, pode-se abordar a independência política e a independência econômica. A independência política abrange a nomeação dos funcionários do banco central, sua estabilidade no cargo e a autonomia na condução da política monetária para alcançar as metas estabelecidas. Já a independência econômica relaciona-se à autonomia do banco central na regulação do sistema bancário e na gestão de empréstimos ao governo.

Esse índice, amplamente utilizado em países desenvolvidos e aplicável a economias em desenvolvimento, é estruturado em quatro dimensões principais. A primeira diz respeito à responsabilidade do Banco Central na formulação e implementação da política monetária. A segunda dimensão avalia a prioridade dada à estabilidade de preços em relação a outras variáveis econômicas. A terceira considera o processo de nomeação, estabilidade no cargo e possibilidade de demissão do presidente do Banco Central, refletindo o grau de autonomia institucional. Por fim, a quarta dimensão analisa as políticas referentes à concessão de empréstimos ao governo ou a outras instituições, indicando o nível de independência financeira da autoridade monetária.

A construção de índices para mensurar a independência dos bancos centrais tem sido objeto de estudo de diversos economistas. Pioneiros nesse campo, Bade e Parkin (1985) e Alesina (1989) investigaram a composição do conselho diretor dos bancos centrais, analisando a presença de membros indicados pelo governo, o processo de nomeação dos funcionários e a autoridade efetiva na condução da política monetária. Esses estudos buscaram compreender como a estrutura de governança e a influência governamental afetam a autonomia das instituições monetárias.

Posterior a esses estudos, Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991) ampliaram a análise para incluir países industrializados, introduzindo uma distinção entre independência política e econômica dos bancos centrais. A independência política foi avaliada considerando aspectos como os procedimentos de nomeação dos dirigentes, a duração de seus mandatos e as condições para destituição, refletindo o grau de autonomia em relação ao governo. Por outro lado, a independência política foi avaliada considerando aspectos como os procedimentos de nomeação dos dirigentes, a duração de seus mandatos e as condições para destituição, refletindo o grau de autonomia em relação ao governo. Por outro lado, a independência econômica foi examinada a partir do controle que o banco central exerce sobre o sistema bancário e das restrições impostas à concessão de crédito ao governo, indicando a capacidade da instituição de operar sem interferência financeira estatal.

Eijffinger e Schaling (1993) contribuíram para o aprimoramento desses modelos ao atribuírem maior peso à responsabilidade do banco central na formulação e implementação da política monetária. Eles enfatizaram a importância de legislações que garantem ao banco central o controle exclusivo sobre decisões de política monetária, assegurando que a instituição possa perseguir seus objetivos, como a estabilidade de preços, sem sofrer pressões políticas e fiscais.

Por fim, Cukierman, Webb e Neyati (1992) desenvolveram um índice abrangente de independência legal dos bancos centrais, aplicável a países desenvolvidos no período de 1950 a 1989. Esse índice considerou múltiplas dimensões, incluindo a duração do mandato do presidente do banco central, a definição de responsabilidades na condução da política monetária, os mecanismos de resolução de conflitos entre banco central e o governo e a prioridade atribuída ao

controle da inflação em relação aos objetivos econômicos, como emprego e estabilidade financeira, e as condições para o concessão de empréstimos ao governo, abrangendo aspectos como taxa de juros aplicadas, limites de crédito e outras restrições. Essa abordagem permitiu uma avaliação, mais detalhada e quantitativa da independência das autoridades monetárias, contribuindo para a compreensão mais profunda da relação entre autonomia institucional e desempenho econômicos. Esses estudos, ao longo do tempo, têm fornecido uma base sólida para a análise da independência dos bancos centrais, destacando a importância de estruturas institucionais que promovam autonomia na condução da política monetária e sua correlação com indicadores econômicos, especialmente no controle da inflação.

Uma abordagem alternativa para mensurar a Independência do Banco Central (IBC) envolve a aplicação de um questionário que investiga as práticas cotidianas da instituição, indo além do que está formalmente estabelecido no ordenamento jurídico do país. Esse questionário busca capturar a independência operacional real do banco central, considerando aspectos práticos de sua atuação. Algumas dessas perguntas pode ser vista na Figura 3, a seguir.

Perguntas	BP	A	GMT	ES	CWN
1. O BC é o responsável final pela política monetária?	X	X	X	X	X
2. É obrigatória a presença de algum membro do governo no board do BC?	X	X	X	X	X
3. Os membros do board do BC são nomeados pelo governo?	X	X	X	X	X
4. Existem limitações quanto à capacidade do governo de tomar empréstimos do BC?		X	X		X
5. Existem cláusulas legais que fortalecem o BC no caso de conflito com o governo?			X		X
6. Qual a importância da estabilidade de preços em relação à outros objetivos?			X		X
7. Qual a duração legal do mandato do presidente do BC?			X		X

BP = Bade e Parkin (1985); A = Alesina (1989); GMT = Grilli, Masciandro e Tabellini (1991); ES = Eijffinger e Schaling (1993); CWN = Cukierman, Webb e Neyapti (1992)

Figura 3 - Perguntas mais frequentes para mensuração do índice legal

Fonte: Retirado do artigo de Salomão (2020)

Entre os tópicos abordados, destacam-se a existência de metas específicas e o processo de definição dessas metas, bem como a liberdade do governo na obtenção de empréstimos junto ao banco central. Além disso, são examinadas questões como a sobreposição dos mandatos do presidente do país e do presidente do banco central, e os mecanismos de resolução de conflitos entre essas duas autoridades.

Normalmente, esses questionários são respondidos por membros do próprio banco central, o que pode introduzir algum viés nas respostas. No entanto, quando utilizados como ferramenta de comparação entre diferentes instituições, esses questionários podem fornecer métricas valiosas para avaliar a independência prática dos bancos centrais.

O questionário mencionado busca identificar possíveis vieses inflacionários na condução da política monetária pelo Banco Central (BC). Embora o último indicador apresentado seja baseado em entrevistas, o que pode introduzir algum viés, é relevante considerar um índice comportamental que reflète as práticas reais do BC: a rotatividade dos presidentes. Apesar da existência de leis que regulamentam essa questão, elas nem sempre são cumpridas devido a fatores políticos e tradições.

Importante salientar que a independência legal do banco central é fundamental, mas não garante, por si só, sua autonomia de forma efetiva. Uma política fiscal irresponsavelmente expansiva por parte do governo pode comprometer significativamente esse processo. Além disso, em países onde o respeito às leis não é rigoroso, a eficácia da independência legal é limitada. Portanto, mesmo essencial, a independência legal não é suficiente para assegurar a independência de fato do Banco Central.

Enquanto a independência legal estabelece as bases formais para a autonomia da instituição, a independência prática, real reflète como essas disposições são implementadas no dia a dia, influenciando diretamente a eficácia da política monetária e a capacidade do banco central de resistir a pressões políticas.

No tocante à independência real, pesquisas empíricas sobre a independência dos bancos centrais quantificaram diversos índices considerando aspectos como a

rotatividade dos presidentes dos bancos centrais, a vulnerabilidade em relação à política que este presidente sofrerá etc. Neste quesito mede-se a rotatividade dos presidentes dos bancos centrais e a vulnerabilidade em relação à política que esse presidente sofrerá.

Uma baixa rotatividade não indica necessariamente uma maior independência, pois podem ocorrer situações em que um presidente sem autonomia evita confrontar o governo e, conseqüentemente, permanece no cargo por um longo período. Por outro lado, uma alta rotatividade está associada a uma menor independência do BC, tornando-o mais suscetível a pressões políticas e dificultando a implementação de medidas de longo prazo. Na prática, países industrializados na época apresentavam menor rotatividade.

Além da rotatividade, é possível avaliar a vulnerabilidade política do presidente do BC. Esse índice analisa os meses subsequentes a mudanças no governo central para identificar possíveis relações com alterações na presidência do BC. Por exemplo, no caso do Federal Reserve, o Banco Central dos Estados Unidos, reconhecido por seu alto grau de independência, esse índice é zero.

Portanto, esse indicador é semelhante ao da rotatividade, mas focado em períodos de transição governamental. Observou-se uma maior rotatividade (quase o dobro) nesses períodos em comparação com os demais, indicando uma maior vulnerabilidade em países em desenvolvimento. Assim como a rotatividade, esse é um índice comportamental que reflete a realidade e é mais adequado para amostras de países em desenvolvimento, onde é possível relacionar conflitos e instabilidades políticas com as do BC.

Uma crítica a esses índices é o possível caráter endógeno: quanto maior a preocupação com a estabilidade de preços, menor o viés inflacionário e maior a independência do BC, e vice-versa. Assim, em economias com menor inflação, os índices indicariam um viés inflacionário menor e, portanto, uma maior independência.

De forma geral, vários estudos foram realizados para se testar empiricamente as diferentes formas de independência do banco central e sua relação com diversas

variáveis macroeconômicas. Neste âmbito, destaca-se o trabalho de Alesina e Summres (1993) em que os autores relacionam o IBC com a inflação no período entre 1955 e 1988, levando em conta 16 países desenvolvidos e encontram resultados que vão na direção de confirmação de que quanto maior o nível de IBC, menor era a inflação média dos países. E ainda o estudo destaca que em economias em desenvolvimento, o índice de rotatividade dos dirigentes do Banco Central se mostra uma variável mais adequada para capturar a relação entre independência da autoridade monetária e inflação. Isso ocorre porque, nesses países, a autonomia legal nem sempre reflete a independência de fato na condução da política monetária, uma vez que pressões políticas e instabilidade institucional podem comprometer o cumprimento das metas de controle inflacionário.

A instabilidade política é outro fator que afeta os preços na economia e está relacionado ao Banco Central. Embora essa instabilidade não influencie diretamente a inflação, ao considerarmos a vulnerabilidade e a influência política sobre o Banco Central, podemos estabelecer uma relação positiva entre elas. Ao analisar as variáveis de vulnerabilidade e rotatividade mencionadas neste estudo, é possível identificar diferenças nos resultados de testes realizados em economias desenvolvidas e em desenvolvimento.

No que diz respeito à relação entre a independência do Banco Central (IBC) e as reações monetárias, os resultados são menos conclusivos. Siklos e Johnson (1994) investigaram essa relação e não encontraram evidências que sustentem tal comparação. Por outro lado, Cukierman, Webb e Neyati (1992), em suas pesquisas, concluiu que, "havendo um controle quanto ao tipo de regime da taxa de câmbio, a acomodação monetária dos aumentos salariais é mais baixa nos países com bancos centrais legalmente mais independentes". Esses autores ainda associam um maior grau de independência do banco central a políticas econômicas mais estáveis e, conseqüentemente, a um melhor desempenho econômico. No entanto, ao analisar o PIB *per capita* de países desenvolvidos em relação à IBC, não foram observadas relações significativas. Somente ao examinar países emergentes é que foi possível identificar uma relação negativa entre rotatividade e vulnerabilidade com o PIB *per capita*. Em última análise, uma maior IBC tende a reduzir as flutuações do produto.

No trabalho de Cukierman, Webb e Neyati (1992) ficou destacado que, não é possível observar uma relação direta entre crescimento e inflação nos estudos empíricos. A IBC contribui indiretamente para o aumento da renda *per capita*, ao trazer confiança para a economia e manter a inflação baixa. Contudo, outras medidas devem ser adotadas de maneira adequada para que o Estado alcance esse objetivo. A independência legal, por si só, pode não ter relação direta; entretanto, efeitos podem ser observados ao analisar índices comportamentais, como rotatividade e vulnerabilidade.

Em relação aos investimentos, pesquisas realizadas com amostras de países em desenvolvimento indicam uma relação negativa entre a rotatividade e vulnerabilidade dos presidentes do Banco Central e o nível de investimento. No caso das economias desenvolvidas, os dados apontam para uma relação negativa entre taxas de depósito em termos reais *ex post* e independência legal (Alesina e Summers, 1993). Ao estudar as taxas de curto e médio prazo, observa-se que a variabilidade dessas taxas é menor quando há uma maior independência dos bancos centrais. Em países com menor IBC, o governo tende a regulamentar para reduzir o retorno sobre a poupança de curto prazo, explicando a relação observada entre o nível das taxas de depósito reais *ex-post* e o índice de independência estudado. Esses autores concluem que é necessário utilizar variáveis adequadas para cada perfil de país: independência legal para os desenvolvidos e rotatividade e vulnerabilidade para os países em desenvolvimento. Seguindo essa abordagem, os testes empíricos apresentados relacionam maior liberdade para os bancos centrais a uma economia mais estável, com políticas públicas menos prejudiciais e traumáticas; inflação mais baixa e PIB menos volátil são consequências possíveis.

#### **4.1.1 Independência Legal do Bacen**

O índice de independência do Banco Central, desenvolvido por Cukierman, Webb e Neyati (1992), atribui pesos diferentes a cada variável para refletir a sua relevância na determinação da autonomia da autoridade monetária. A pontuação final do índice é obtida por meio de uma média ponderada dos componentes, variando entre 0 e 1, onde valores mais próximos de 1 indicam maior independência do Banco Central. As variáveis que compõem esse índice são definidas abaixo:

A **Autonomia Legal** recebe um peso significativo na construção do índice, pois a existência de leis que formalizam a independência do Banco Central é um fator essencial para garantir sua autonomia institucional. São analisados aspectos como a proibição de financiamento ao governo, a existência de um mandato fixo para os dirigentes e a clareza na definição dos objetivos da política monetária. Bancos centrais cujas leis garantem explicitamente a autonomia para conduzir a política monetária tendem a obter pontuações mais altas nessa categoria.

A **Autonomia de Nomeação e Mandato** também tem um peso relevante no cálculo do índice, pois a forma como os dirigentes do Banco Central são nomeados e a duração de seus mandatos influenciam diretamente a capacidade da instituição de agir de maneira independente. Se os dirigentes podem ser removidos arbitrariamente pelo governo, a independência é reduzida, o que impacta negativamente a pontuação. Por outro lado, quando há mandatos fixos e regras claras para nomeação e exoneração, o índice reflete maior autonomia.

A **Independência Operacional e Política** recebe um peso elevado porque determina se o Banco Central pode definir e executar sua política monetária sem interferência governamental. Nesse critério, são analisadas questões como a liberdade para estabelecer metas de inflação, a definição da taxa de juros e a possibilidade de intervenção política nas decisões da autoridade monetária. Se há uma elevada influência política sobre as decisões do Banco Central, sua pontuação nesse aspecto será reduzida.

Já a **Independência Econômica**, embora ainda relevante, tem um peso um pouco menor do que os demais fatores, pois ela se concentra na relação entre o Banco Central e o governo no que diz respeito ao financiamento do déficit público. São analisadas restrições à compra de títulos do governo pelo Banco Central, bem como a existência de mecanismos que impedem o uso da autoridade monetária para financiar políticas fiscais expansionistas. Quanto mais rígidas forem essas restrições, maior será a pontuação da instituição nesse critério.

A pontuação de cada categoria é agregada de forma ponderada, sendo que as variáveis com maior impacto direto na independência do Banco Central, como a independência na formulação da política monetária e a estabilidade dos mandatos

dos dirigentes, costumam receber pesos superiores. O resultado do índice permite comparar o grau de independência do Banco Central de diferentes países e avaliar sua evolução ao longo do tempo.

Cukierman, Webb e Neyati (1992) agrega os componentes individuais da independência legal em duas etapas para produzir uma hierarquia de índices. Os dados básicos sobre as 16 variáveis legais descritas na *Quadro A1 - anexo* em que foram agregados em oito variáveis legais da seguinte forma. As quatro variáveis relativas à nomeação e mandato do governador do banco central foram agregadas em uma única variável rotulada CEO, igual à média dos quatro componentes. As três variáveis sob formulação de política foram agregadas em uma única variável calculando uma média ponderada das variáveis naquele grupo, com pesos de 0,5 para a resolução de conflitos, 0,25 para quem formula a política monetária e 0,25 para o papel ativo do banco central na formulação do orçamento do governo. A variável “objetivos” foi tratada separadamente. As quatro primeiras variáveis para limites de empréstimos foram tratadas separadamente; as últimas quatro variáveis no grupo foram calculadas com pesos iguais em uma única variável. Este procedimento de agregação produz uma variável legal resumida para cada um dos três primeiros grupos do mesmo quadro, e cinco variáveis legais para as limitações no grupo de empréstimo. Quando uma entrada não está disponível para uma ou mais variáveis dentro de um subgrupo, apenas as variáveis com entradas significativas são agregadas. Em tais casos, os pesos das variáveis ausentes são alocados proporcionalmente às variáveis restantes dentro do subgrupo.

No Gráfico 1 a seguir apresentam-se o resultado do grau de independência legal para o Brasil no período 1995-2024. Pode-se ver que a independência legal foi aumentada ao longo do período analisado.

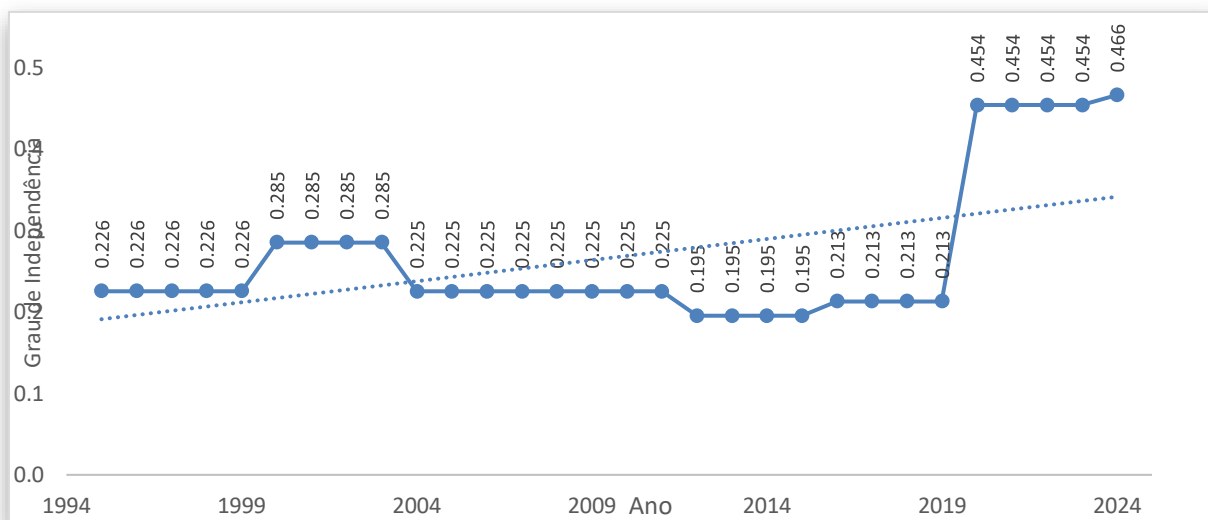


Gráfico 1 - Grau de Independência Legal – Brasil, 1995-2024

Fonte: Elaboração Própria com base na metodologia de Cukierman, Webb e Neyati (1992).

#### 4.1.2. – Independência Real - Índice de Rotatividade

Esse índice mede a frequência com que os presidentes da instituição são substituídos. Algumas ressalvas precisam ser feitas em relação ao mesmo, nomeadamente, baixa rotatividade não tem necessariamente relação direta com maior independência. A baixa rotatividade pode indicar maior estabilidade no cargo, que pode ser positiva, permitindo o BACEN realizar uma política monetária de longo prazo e tenha continuidade necessária para implementar ações eficazes. Mas por outro lado, pode não significar independência, já que o presidente do BACEN pode ser alinhado politicamente ao governo, e por isso, não enfrentar pressões ou conflitos o que lhe permite manter-se no cargo.

Por outro lado, alta rotatividade pode ser um sinal claro de que o BACEN tem menos independência, pois a constante troca de presidentes tende a aumentar a vulnerabilidade a pressões políticas.

Enfim, essa variável é utilizada como um indicador indireto da independência da autoridade monetária pois, um Banco Central com alta rotatividade tende a sofrer mais influência política. No entanto, o inverso não pode ser dito, pois uma baixa rotatividade também pode significar que a autoridade monetária é conivente com as atitudes do governo, assim não tendo incentivo à troca. O cálculo deste índice segue a seguinte fórmula:

$$IBC = \frac{N}{T}$$

“**N**” representa o número de presidente do banco central em um determinado período. “**T**”, representa o período. As informações para a elaboração do mesmo foram feitas com base na quantidade de trocas do presidente do Bacen em relação ao mandato de cada presidente do Brasil. E o resultado para o período analisado encontra-se na Tabela 1, a seguir.

Tabela 1 - Rotatividade dos Presidentes do Banco Central, 1995-2024

Presidentes da República	Período	Rotatividade
Fernando Henrique Cardoso	11/01/1995 - 01/01/1999	0,75
Fernando Henrique Cardoso	01/01/1999 - 01/01/2003	0,5
Luiz Inácio Lula da Silva	01/01/2003 - 01/01/2007	0,25
Luiz Inácio Lula da Silva	01/01/2007 - 01/01/2011	0,25
Dilma Rousseff	01/01/2011 - 01/01/2015	0,25
Dilma Rousseff	01/01/2015 - 31/08/2016	1,2
Michel Temer	31/08/2016 - 01/01/2019	0,33
Jair Bolsonaro	01/01/2019 - 01/01/2023	0,25
Luiz Inácio Lula da Silva	01/01/2023-31/12/2024	0,5

Fonte: Elaboração Própria.

## 4.2 Inflação

Para a inflação, foi usado o IPCA que é a índice oficial para medir a inflação do país em que o comportamento pode se visto no Gráfico 2 a seguir.

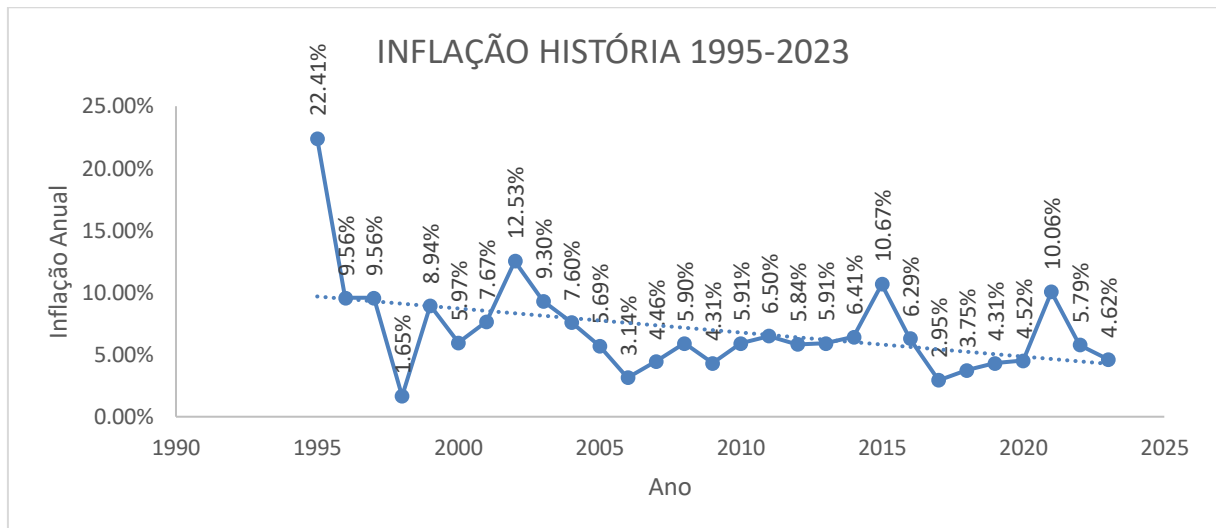


Gráfico 2 - Inflação Anual – Brasil, 1995-2024

Fonte: Elaboração Própria com base nos dados do IBGE e do Banco Central.

## 4.3 Método de Mínimos Quadrados Ordinários

O método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) é uma técnica estatística usada para estimar os parâmetros de um modelo de regressão linear. O objetivo do MQO é encontrar os valores dos parâmetros que minimizam a soma dos quadrados dos resíduos, ou seja, a diferença entre os valores observados e os valores previstos pelo modelo. O modelo de regressão linear a ser estimado será:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 IBC_t + \beta_2 Rotatividade_t + \beta_3 D Bcind_t + \varepsilon_t$$

Onde  $Y_t$  é a inflação que varia ao longo do tempo;  $IBC_t$  é o índice de independência legal,  $Rotatividade_t$  = índice de rotatividade e  $D Bcind_t$  = dummy que assume valor 1 para o período de 2021 a 2024, período em que se instituiu a autonomia do BACEN. E  $\beta_0$ ;  $\beta_1$  e  $\beta_2$  são os coeficientes e  $\varepsilon_t$  é o resíduo.

## 5 – RESULTADOS

A seguir apresenta-se o Gráfico 3 com os três índices relevantes para o estudo em tela em que se procura entender até que ponto tais variáveis se correlacionam. A priori, a análise desses indicadores não parece mostrar relação inversa entre o grau de independência do banco central e a inflação, ou seja, indicar que para níveis de maior independência estar associado a menor taxa de inflação.



Gráfico 3 - Inflação, Índice de independência legal – IBC e Rotatividade – Brasil, 1995-2024  
1995-2024 Fonte: Elaboração Própria.

Para análise mais acurada da relação entre independência do banco central e a inflação a seguir apresenta-se a Tabela 2 com as estatísticas descritivas dos dados utilizados no estudo, detalhando o número de observações, a média, o desvio-padrão, bem como os valores mínimos e máximos para cada variável. O período analisado abrange 30 anos. A variável **Rotatividade**, que mede a frequência de troca da liderança do Banco Central, tem uma média de 0,415 e varia entre 0,250 e 1,200, sugerindo momentos de maior e menor estabilidade na condução da política monetária.

Tabela 2 - Análise descritiva dos dados

Variáveis	Nº. Obs.	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Ano	30	2009,5	8,803	1995	2024
Rotatividade	30	0,415	0,240	0,250	1,200
BCI	30	0,266	0,090	0,195	0,466
Inflação	30	0,069	0,039	0,017	0,224
Transf_Inflação	30	0,001	0,000	0,000	0,002
D Bcind	30	0,133	0,346	0	1

Fonte: Elaboração própria.

O índice de independência do Banco Central (**BCI**) apresenta uma média de 0,266, com um desvio-padrão de 0,090 e variação entre 0,195 e 0,466, indicando diferenças significativas na independência da autoridade monetária ao longo do tempo. A inflação média observada é de 6,9% ao ano (0,069), com um desvio-padrão de 3,9% (0,039).

Para diminuir a heterocedasticidade do erro foi criada a inflação transformada (**Transf\_Inflação**), já que até meados dos anos 1990 o IPCA anual atingia três a quatro dígitos. No sentido de melhorar a eficiência do estimador, a inflação em questão é calculada pela divisão entre a taxa anual de inflação e a soma da taxa de inflação mais um (logo, possui valores entre 0 e 1).

A variável **D\_BACEN\_IND** é uma dummy que capta a diferença importante registrada a partir de fevereiro de 2021, quando foi sancionada a Lei Complementar nº 179, que garantiu a autonomia institucional do Banco Central do Brasil. Com isso, o Banco Central passou a ter mais independência em suas decisões, principalmente em relação à política monetária, que inclui a definição de taxas de juros, controle da inflação e estabilidade do sistema financeiro.

A Tabela 3 exibe os resultados da regressão onde a variável dependente é a inflação transformada. Segundo Alesina e Summers (1993) recomenda-se o uso da independência legal para os casos de países desenvolvidos e rotatividade e vulnerabilidade para os países em desenvolvimento, diante disso, estimou-se três modelos, um apenas com a rotatividade, outra apenas com o indicador de independência legal e um terceiro com a inclusão dos dois índices.

Tabela 3 - Estimação: Inflação Transformada, Grau de Independência e Rotatividade

Variáveis explicativas	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Rotatividade	0,0005316 *		0,0005304*
	-0,0002962		(0,0003012)
BCI		-0,0000337	0,0000147
		-0,0015363	-0,0014768
D_Bcind	-0,00000387	-0,0000591	
	-0,0002056	-0,0004004	
Constante	0,0004703 ***	0,000707	-0,00000706
	(0 ,0001474)	-0,0003724	-0,0004666
N	30	30	30
R2	0,11	0,004	0,1

Nota:\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

Fonte: Elaboração própria.

A **Rotatividade** apresenta um coeficiente positivo e significativo em todos os modelos em que está presente, sugerindo que maiores níveis de rotatividade podem estar associados a uma inflação mais alta. Importante frisar, no entanto, que, embora períodos de maior instabilidade na liderança da instituição coincidam, em alguns casos, com elevações na inflação, como ocorreu no governo Dilma Rousseff entre 2015 e 2016, essa associação não se mantém de maneira consistente ao longo do tempo. Nos mandatos de Luiz Inácio Lula da Silva e Jair Bolsonaro, por exemplo, a rotatividade foi baixa, mas a inflação variou por razões que vão além da política monetária, como choques externos e mudanças na condução da política fiscal.

O índice de independência legal do Banco Central (**BCI**) não parece influenciar a inflação para os dados brasileiros e corroboram os resultados encontrados por Salomão (2020) em que este mostra que também não há influência dessa variável na determinação da taxa de inflação. Isso pode indicar que a autonomia formal da instituição, embora essencial para a previsibilidade econômica e a credibilidade da política monetária, não garante, por si só, o controle da inflação. Um exemplo disso foi a elevação do grau de independência do Banco Central a partir de 2021, que não impediu a inflação de sofrer oscilações significativas nos anos seguintes, em grande parte devido a fatores externos, como a alta dos preços das commodities e os impactos da pandemia na economia global.

## 6 –CONSIDERAÇÕES FINAIS

O baixo poder explicativo, além do baixo número de observações do modelo pode indicar que a inflação no Brasil é influenciada por múltiplos fatores, indo além da estrutura do Banco Central e de sua política monetária. Elementos como a política fiscal, a credibilidade do governo, crises internacionais e expectativas do mercado têm desempenhado um papel central na dinâmica inflacionária do país. No período do Plano Real, por exemplo, a inflação foi reduzida de forma drástica não apenas pelo controle monetário, mas também pelo ajuste fiscal e pelas âncoras cambiais adotadas na época. Da mesma forma, em momentos de descontrole fiscal, como o período pré-implosão do teto de gastos, as expectativas inflacionárias aumentaram independentemente do comportamento da taxa básica de juros.

Dessa forma, o caso brasileiro mostra que a estabilidade da política monetária e a independência do Banco Central são fatores relevantes para um ambiente econômico previsível, mas insuficientes para conter a inflação se não forem acompanhados por uma política fiscal responsável e por um contexto macroeconômico favorável.

## REFERÊNCIAS

SILKLOS, P. Establishing central bank independence: recent experiences in developing countries. Wilfried Laurier University, 1994. (Manuscrito.)

SARGENT, T. J. e WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, p. 1-17, Fall 1981.

KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Journal of Political Economy, v. 85, n. 3, p. 473-492, 1977.

ROGOFF, Kenneth. The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. Quarterly Journal of Economics, v. 100, n. 4, p. 1169-1189, 1985.

MENDONÇA, H.F. de (2003) "Independência do Banco Central e Coordenação de Políticas: Vantagens e Desvantagens de Duas Estruturas para Estabilização" Revista de Economia Política, vol. 23, nº 1 (89), Janeiro-Março/2003

MENDONÇA, H.F. de (2006) "Efeitos da independência do banco central e da taxa de rotatividade sobre a inflação brasileira" Revista de Economia Política, vol. 26, nº 4 (104), pp. 552-563, Outubro-Dezembro/2006

MENDONÇA, H.F. de (2000) "A teoria da independência do Banco Central: uma interpretação crítica." Estudos Econômicos, Instituto de Pesquisas Econômicas – USP, São Paulo, V. 30, N. 1, 101-27

MENDONÇA, H.F. de (2001) "A mensuração do grau de independência do Banco Central: uma análise de suas fragilidades." Análise Econômica. Faculdade de Ciências Econômicas, UFRGS, Ano 19, N. 36, setembro, p. 47-67.

MENDONÇA, H.F. de (2001) "A mensuração do grau de independência do Banco Central: uma análise de suas fragilidades." Análise Econômica. Faculdade de Ciências Econômicas, UFRGS, Ano 19, N. 36, setembro, p. 47-67.

FISCHER, S. (1995) "Central Bank Independence Revisited." American Economic Review, V. 85, N. 2, May, 201-06.

EIJFFINGER, S., e SCHALLING, E. "Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries". Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, March, 1993.

De HAAN, J., e KOOL, W. (2000) "Does Central Bank Independence Really Matter? New Evidence for Developing Countries Using a New Indicator." *Journal of Banking and Finance*, 24, 643-64.

CUKIERMAN, A., WEBB, S., e NEYAPTI, B. (1992) "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effects on Policy Outcomes." *World Bank Economic Review*, 6, 353-98.

CUKIERMAN, A. (1992) "Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence." Cambridge, Mass.: The MIT Press.

CUKIERMAN, A. (1996) "A economia do Banco Central." *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, 50(4), out./dez, 389-426.

BADE, R. e PARKIN, M. *Central Bank Lows and Monetary Policy*. Department of Economics, University of Western Ontario, 1985.

ALESINA, A. e LAWRENCE H. Summers, "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 25 (1993), pp.151-162

ALESINA, A. (1989) "Politics and Business Cycles in Industrial Democracies". *Economic Policy*, 57-98.

SALOMÃO, Bernardo Cavadinha. *A teoria da independência do Banco Central e uma análise do caso brasileiro*. 2020. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Economia) – [UFRJ], [Rio de Janeiro], 2020.

GRILLI, V.; MASCIANDARO, D.; TABELLINI, G. *Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries*. *Economic Policy*, v. 6, n. 13, p. 341-392, 1991.

EMPRESA BRASIL DE COMUNICAÇÃO (EBC). Desde a sua criação, tem servido como banco do governo britânico e é o progenitor dos bancos centrais em todo o mundo. *EBC*, 2024. Disponível em: <https://www.ebc.com/pt/forex/10901.html>. Acesso em: 20 fev. 2025.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. As reservas internacionais são os ativos do Brasil em moeda estrangeira e funcionam como uma espécie de seguro para o país fazer frente às suas obrigações no exterior e a choques de natureza externa, tais como

crises cambiais e interrupções nos fluxos de capital para o país. 2024. Disponível em: [Reservas internacionais](#) Acesso em: 20 fev. 2025

BARRO, R. J.; GORDON, D. B. *A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model*. Journal of Political Economy, v. 91, n. 4, p. 589-610, 1983.

GEOVEST. *Plano de Metas de Juscelino Kubitschek*. 2022. Disponível em: <https://geovest.wordpress.com/wp-content/uploads/2022/05/plano-de-metas-de-juscelino-kubitschek.pdf>. Acesso em: 27 fev. 2025

**BANCO CENTRAL DO BRASIL.** Inflação baixa, estável e previsível traz vários benefícios para a sociedade. A economia pode crescer mais, pois a incerteza na economia é menor, as pessoas podem planejar melhor seu futuro e as famílias não têm sua renda real corroída. 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/metainflacao>. Acesso em: 27 fev. 2025.

## Anexo A

Quadro A1 – variáveis e pesos de definição do Índice de Independência Legal

Grupo	Variáveis	Graus de Independência e seu significado
<b>Presidente do BC</b> <b>(PESO 0,2)</b>	1. Mandato fixo em anos	maior ou igual a 8 entre 6 e 8 5 4 menor que 4
	2. Nomeação do presidente do BC	Cúpula do BC Conselho de membros do Executivo, Legislativo e Cúpula do BC Poder Legislativo Poder Executivo Um ou dois membros do Executivo
	3. Demissão do Presidente do BC	Sem previsão Prevista exclusivamente por motivação não política Possível, a critério da cúpula do BC Possível, por motivação política, pelo Legislativo A critério do Legislativo Por motivação política pelo Executivo A critério do Executivo
	4. Exercício simultâneo de outros cargos	Proibido por Lei Autorizado pelo Executivo Sem especificação em lei
<b>Formulação de Políticas</b> <b>(PESO 0,15)</b>	5. Formulador da Política Monetária	BC, exclusivamente BC e governo BC assessora a formulação Governo, exclusivamente
	6. Diretrizes Governamentais e resolução de conflitos	Autoridade final do BC, conforme Lei Governo, desde que respeite a lei quanto ao BC Conselho de membros do BC, Legislativo e Executivo Autoridade final do Legislativo Autoridade final do Executivo, negociando com o BC Autoridade final incondicional do

Grupo	Variáveis	Graus de Independência e seu significado
		Executivo
	7. Participação ativa do BC na Elaboração do orçamento federal	Sim Não
<b>Objetivos do BC (PESO 0,15)</b>	8. Prioridade estabelecida para a estabilidade de preços	Estabelecida em lei, com BC autônomo para usar instrumentos Estabilidade de preços mencionada como principal objetivo Estabilidade de preços + outros objetivos não conflitantes Estabilidade de preços + outros objetivos inclusive conflitantes Não há objetivos para o BC Entre os objetivos do BC não consta a estabilidade de preços
	9. Adiantamento ao governo <b>(PESO 0,15)</b>	Proibido Permitido com restrições Permitido com restrições com margem de acomodação Sem limites legais definidos, sujeito a negociações com BC
	10. Empr. Securitizados <b>(PESO 0,10)</b>	Proibido Permitido com restrições Permitido com restrições com margem de acomodação Sem limites legais definidos, sujeito a negociações com BC
	11. Determinação dos limites <b>(PESO 0,10)</b>	BC determina prazos e condições Definido por lei ou pelo BC Sujeito a negociação com Executivo Exclusivamente pelo Executivo
<b>Limitações para Empréstimos (Peso 0,5)</b>	12. Tomadores <b>(PESO 0,05)</b>	Exclusivamente Governo Federal Federal, estadual e municipal Todas as esferas de governo + estatais  Todos os anteriores + setor privado
	13. Tipos de limite, caso existam	Limite especificado como o montante absoluto Especificado como % do capital ou do passivo do BC

<b>Grupo</b>	<b>Variáveis</b>	<b>Graus de Independência e seu significado</b>
	<b>(PESO 0,025)</b>	Especificado como % das receitas governamentais Especificado como % das despesas governamentais
	14. Prazos <b>(PESO 0,025)</b>	Máximo de 6 meses Máximo de 1 ano Mais de 1 ano Sem teto
	15. Taxa de Juros <b>(PESO 0,025)</b>	Taxa de mercado Piso definido Teto definido Sem definição legal Sem taxa de juros
	16. Empréstimos no mercado primário <b>(PESO 0,025)</b>	Proibida a compra pelo BC de títulos no mercado primário Permitida

Fonte: Elaboração própria.