

x 96 0987281

Reservado



**UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA**

**Instituto Superior de Economia e Gestão**

**Mestrado em Economia Monetária e Financeira**

**Independência e Responsabilização dos Bancos  
Centrais - Sistematização e Aplicação ao Caso do  
Banco Central Europeu**

**Pedro António Basto de Sousa**

**Orientação: Professor Dr. Vítor Constâncio**

**JÚRI:**

**PRESIDENTE: PROFESSOR DR. VÍTOR MANUEL RIBEIRO CONSTÂNCIO,**  
Professor Catedrático Convidado do Instituto Superior de  
Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa

**VOGAIS: PROFESSOR DOUTOR JOÃO ALBERTO SOUSA ANDRADE,**  
Professor Catedrático da Faculdade de Economia da  
Universidade de Coimbra

**PROFESSOR DOUTOR MIGUEL PEDRO BRITO ST. AUBYN,**  
Professor Auxiliar do Instituto Superior de Economia e  
Gestão da Universidade Técnica de Lisboa

**ABRIL / 2000**

**UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA**



**Instituto Superior de Economia e Gestão**

**Mestrado em Economia Monetária e Financeira**

**Independência e Responsabilização dos Bancos Centrais - Sistematização e Aplicação ao Caso do Banco Central Europeu**

**Pedro António Basto de Sousa**

**Orientação: Professor Dr. Vítor Constâncio**

**JÚRI:**

**PRESIDENTE: PROFESSOR DR. VÍTOR MANUEL RIBEIRO CONSTÂNCIO,**  
Professor Catedrático Convidado do Instituto Superior de  
Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa

**VOGAIS: PROFESSOR DOUTOR JOÃO ALBERTO SOUSA ANDRADE,**  
Professor Catedrático da Faculdade de Economia da  
Universidade de Coimbra

**PROFESSOR DOUTOR MIGUEL PEDRO BRITO ST. AUBYN,**  
Professor Auxiliar do Instituto Superior de Economia e  
Gestão da Universidade Técnica de Lisboa

**ABRIL / 2000**

# INDEPENDÊNCIA E RESPONSABILIZAÇÃO DOS BANCOS CENTRAIS – SISTEMATIZAÇÃO E APLICAÇÃO AO CASO DO BANCO CENTRAL EUROPEU

Pedro António Basto de Sousa

*Mestrado em:* Economia Monetária e Financeira

*Orientador:* Professor Dr. Vítor Constâncio

*Provas concluídas em:* 11 de Abril de 2000.



## RESUMO

A atribuição legal de um elevado grau de independência ao Banco Central Europeu é justificada não só por razões de ordem teórica, em particular a vontade de alcançar a estabilidade dos preços, mas também pelo movimento recente de muitos países no estabelecimento de Bancos Centrais independentes.

Neste trabalho de dissertação, descrevem-se as razões teóricas e empíricas que sustentam tal movimento, assim como as determinantes do grau de independência desejado. Na quantificação da independência atribuída às autoridades monetárias, para além de se apresentar várias medidas usadas nos trabalhos anteriores, propõe-se uma nova medida legal, baseada nos comentários de alguns autores e na própria classificação de independência feita pelo Instituto Monetário Europeu. Com base nessa medida, são classificados vinte e oito Bancos Centrais, incluindo o Banco Central Europeu.

Ainda que maior independência pareça conduzir a bons resultados, essa conclusão não é inequívoca. Há razões para se levantar algumas reservas. Uma dessas reservas está associada ao facto da delegação da política monetária num agente independente fazer nascer certos receios de défice democrático nas decisões de política monetária, motivado pela possível falta de responsabilização daquele agente pela actuação desenvolvida, porque não eleito directamente e controlado pela sociedade. Nesta dissertação, com a amostra dos Bancos Centrais já classificados em termos do grau de independência, mostra-se de forma empírica, existir um conflito entre responsabilização e independência legal.

Finalmente, discute-se o desenho legal escolhido para o Banco Central Europeu.

Tendo em atenção o conflito entre independência legal e responsabilização e alguns resultados empíricos pouco seguros, defende-se que se deva ser mais prudente na defesa da independência para os Bancos Centrais.

## ABSTRACT

The high degree of legal independence conferred to the European Central Bank is justified not only by theoretic issues, in particular the desire to achieve price stability, but also by the recent movement of a large quantity of countries to establish independent central banks.

In this work, we make a survey about the theoretic and empirical reasons that justify that movement, and about the determinants of the independence degree chosen by each country. In quantifying the degree of central bank autonomy, we describe the measures proposed by some authors and we suggest a new legal index, based on European Monetary Institute comments. With that legal measure, we classify twenty-eight central banks, including the European Central Bank.

Although great independence seems to conduct to better results, that idea is not unequivocal. There are reasons that suggest some reserves. One of the reasons is associated with the idea that delegating the monetary policy on an independent agent conducts to fears of democratic deficit on the monetary policy decisions, motivated by a possible absence of the agent accountability, because not directly elected and controlled by the society. In this work, with a twenty-eight countries sample, we show that there is a trade-off between accountability and central bank legal independence.

Finally, we discuss the legal design that has been chosen to the European Central Bank.

Based on the trade-off between accountability and central bank legal independence and on some insufficiently safe empirical results, we recommend caution on the defence of central bank independence, in spite of good experiences of some countries that have conferred political independence to their central banks.

**JEL Classification Numbers:** D820; E580; E590; E610; F330; K100.

**Palavras chave:** Independência de Bancos Centrais; Credibilidade e delegação da política monetária; Jogos de política monetária; Responsabilização de Bancos Centrais; Banco Central Europeu; União Económica e Monetária.

*“Hence no one can claim to have acquired knowledge  
in a particular discipline and at the same time despise  
theory without revealing that he is an ignoramus in this  
field”*

(Immanuel Kant)

*à Lúcia  
e a meus pais*

# ÍNDICE

I.	INTRODUÇÃO.....	11
II.	BANCOS CENTRAIS, FUNÇÕES E INDEPENDÊNCIA.....	15
II.1.	INTRODUÇÃO .....	15
II.2.	DAS FUNÇÕES E OBJECTIVOS INICIAIS DO BANCO CENTRAL ATÉ ÀS PREOCUPAÇÕES ACTUAIS...	16
II.3.	O CONCEITO DE INDEPENDÊNCIA .....	20
II.4.	INTERPRETAÇÕES DO CONCEITO DE INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL - TIPOS DE INDEPENDÊNCIA .....	21
II.5.	MOTIVAÇÕES GERAIS DA INDEPENDÊNCIA DE BANCOS CENTRAIS .....	22
II.6.	EM SÍNTESE.....	23
III.	FUNDAMENTOS TEÓRICOS DE UM BANCO CENTRAL INDEPENDENTE .....	24
III.1.	INTRODUÇÃO .....	24
III.2.	O PROBLEMA DA INCONSISTÊNCIA DINÂMICA DA POLÍTICA MONETÁRIA .....	27
III.2.1.	<i>Inconsistência dinâmica da política monetária .....</i>	28
III.2.2.	<i>O problema da inflação.....</i>	30
III.2.2.1.	Custos da inflação .....	30
III.2.2.2.	Estabilidade de preços.....	35
III.2.2.3.	Fixação de um nível de preços ou uma determinada taxa de inflação.....	37
III.2.3.	<i>O enviesamento inflacionista e os motivos que explicam a alimentação de processos de inflação pelos decisores.....</i>	38
III.3.	SOLUÇÕES PARA O ENVIESAMENTO INFLACIONISTA .....	42
III.4.	REPUTAÇÃO E CREDIBILIDADE DA POLÍTICA MONETÁRIA .....	45
III.4.1.	<i>Caracterização da economia.....</i>	45
III.4.2.	<i>Reputação e credibilidade em informação perfeita.....</i>	47
III.4.2.1.	Função objectivo do Banco Central.....	48
III.4.2.2.	Jogo de política monetária de um período.....	49
III.4.2.3.	Jogo de política monetária num cenário de vários períodos .....	52
III.4.3.	<i>Modelos de reputação com informação assimétrica.....</i>	56
III.4.3.1.	Informação privada do Banco Central: contributos de Canzoneri e de Cukierman .....	57
III.4.3.2.	Incerteza acerca do tipo de Banco Central .....	62
III.4.3.3.	A hipótese dos objectivos variáveis e a ambiguidade na política monetária.....	65
III.4.3.4.	Incerteza quanto à capacidade do BC em assumir compromissos.....	72
III.5.	PREFERÊNCIAS, OBJECTIVOS E GRAU DE 'CONSERVADORISMO' DO BC.....	75
III.5.1.	<i>Escolha de agentes 'conservadores' para o BC.....</i>	76
III.5.2.	<i>Algumas críticas e extensões ao contributo de Rogoff (1985).....</i>	81
III.5.3.	<i>Independência e 'conservadorismo' no Banco Central.....</i>	83
III.5.3.1.	Relação entre 'conservadorismo' e independência .....	85

III.5.4.	<i>Determinação do grau ótimo de independência e conservadorismo do Banco Central..</i>	85
III.5.5.	<i>Objectivos do BC contingentes ao estado da economia e a independência parcial de Lohmann (1992) .....</i>	88
III.6.	<b>A ABORDAGEM DA FIXAÇÃO DE OBJECTIVOS OU DA REALIZAÇÃO DE CONTRATOS .....</b>	<b>92</b>
III.6.1.	<i>Contratos com o Banco Central .....</i>	93
III.6.2.	<i>Críticas à abordagem de contratos e extensões adicionais .....</i>	95
III.6.3.	<i>Fixação de objectivos de inflação .....</i>	97
III.6.4.	<i>Considerações adicionais e o compromisso entre a abordagem contratual e 'conservadorismo' .....</i>	99
III.7.	<b>INFLUÊNCIAS POLÍTICO-PARTIDÁRIAS SOBRE O BANCO CENTRAL .....</b>	<b>102</b>
III.8.	<b>EM SÍNTESE .....</b>	<b>104</b>
<b>IV.</b>	<b>FUNDAMENTAÇÃO EMPÍRICA DA INDEPENDÊNCIA DE BANCOS CENTRAIS....</b>	<b>106</b>
IV.1.	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>106</b>
IV.2.	<b>MEDIDAS DE INDEPENDÊNCIA DE BANCOS CENTRAIS .....</b>	<b>107</b>
IV.2.1.	<i>Introdução .....</i>	107
IV.2.2.	<i>Medidas de independência legal dos Bancos Centrais .....</i>	108
IV.2.3.	<i>Medidas de independência baseadas na rotação do governador do Banco Central e em inquéritos .....</i>	110
IV.2.4.	<i>Outros indicadores informais de independência do Banco Central .....</i>	112
IV.2.5.	<i>Reservas levantadas a algumas das medidas usadas em testes empíricos .....</i>	113
IV.2.6.	<i>Uma medida de independência legal do Banco Central .....</i>	115
IV.3.	<b>AVALIAÇÃO EMPÍRICA DAS CONSEQUÊNCIAS DA INDEPENDÊNCIA .....</b>	<b>117</b>
IV.3.1.	<i>Independência do Banco Central e inflação .....</i>	118
IV.3.2.	<i>Independência do Banco Central e crescimento económico .....</i>	119
IV.3.3.	<i>Independência do Banco Central e o desemprego .....</i>	121
IV.3.4.	<i>Independência do Banco Central e os custos de desinflação .....</i>	122
IV.3.5.	<i>Independência do Banco Central e taxas de juro reais .....</i>	123
IV.3.6.	<i>Independência do Banco Central, comportamento das autoridades orçamentais e acomodação monetária dos défices orçamentais .....</i>	124
IV.3.7.	<i>Outros efeitos eventuais da independência do Banco Central .....</i>	126
IV.4.	<b>EM SÍNTESE .....</b>	<b>126</b>
<b>V.</b>	<b>DETERMINANTES DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL .....</b>	<b>128</b>
V.1.	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>128</b>
V.2.	<b>DETERMINANTES RESULTANTES DOS MODELOS DE POLÍTICA MONETÁRIA .....</b>	<b>129</b>
V.2.1.	<i>Determinantes apoiadas no modelo já desenvolvido .....</i>	129
V.2.1.1.	<i>Taxa natural de desemprego .....</i>	129
V.2.1.2.	<i>Importância atribuída pela sociedade ao desemprego .....</i>	130

V.2.1.3.	Variância dos choques de produtividade.....	130
V.2.1.4.	Intensidade de resposta do desemprego à inflação não antecipada (benefícios de inflação não antecipada).....	131
V.2.1.5.	Análise de estática comparativa.....	132
V.2.2.	<i>Outras determinantes resultantes de modelos teóricos</i> .....	135
V.2.2.1.	Grau de instabilidade política.....	135
V.2.2.2.	Montante da dívida pública e do déficit orçamental.....	137
V.2.2.3.	Grau de abertura ao exterior da economia e variabilidade da taxa de câmbio real ...	137
V.3.	<b>DETERMINANTES TEÓRICAS DO GRAU DE INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL</b> .....	138
V.3.1.	<i>Dimensão dos mercados financeiros e nível de intermediação financeira</i> .....	138
V.3.2.	<i>Oposição pública e financeira à inflação</i> .....	138
V.3.3.	<i>Supervisão das instituições financeiras</i> .....	139
V.3.4.	<i>Custos de remoção da independência do Banco Central</i> .....	140
V.3.5.	<i>A rigidez dos salários reais e nominais e a indexação dos valores</i> .....	141
V.4.	<b>EM SÍNTESE</b> .....	141
<b>VI.</b>	<b>RESERVAS À INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS</b> .....	<b>143</b>
VI.1.	INTRODUÇÃO.....	143
VI.2.	CRÍTICAS AOS MODELOS DE ENVIESAMENTO INFLACIONISTA.....	143
VI.3.	OPOSIÇÃO PÚBLICA À INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL.....	145
VI.4.	OUTRAS RESERVAS ORIENTADAS AOS MODELOS TEÓRICOS.....	145
VI.5.	RESERVAS ORIENTADAS AOS RESULTADOS EMPÍRICOS.....	147
VI.6.	RESPONSABILIZAÇÃO.....	149
VI.7.	EM SÍNTESE.....	149
<b>VII.</b>	<b>RESPONSABILIZAÇÃO DO BANCO CENTRAL</b> .....	<b>151</b>
VII.1.	INTRODUÇÃO.....	151
VII.2.	INDEPENDÊNCIA E RESPONSABILIZAÇÃO DO BANCO CENTRAL.....	152
VII.2.1.	<i>A teoria</i> .....	152
VII.2.2.	<i>Evidência empírica</i> .....	153
VII.2.2.1.	Esforços de quantificação da responsabilização.....	153
VII.2.2.2.	Alguns resultados empíricos.....	154
VII.2.2.3.	Um contributo empírico adicional.....	154
VII.3.	MEIOS DE RESPONSABILIZAÇÃO DO BANCO CENTRAL.....	157
VII.3.1.	<i>A fixação de objectivos da política monetária</i> .....	157
VII.3.2.	<i>A transparência na responsabilização do Banco Central</i> .....	157
VII.3.2.1.	Formas de promover a transparência.....	159
VII.3.2.2.	Algumas questões relevantes acerca da transparência.....	159
VII.3.3.	<i>Outros meios de responsabilização</i> .....	160

VII.4.	A RESPONSABILIZAÇÃO NAS SOLUÇÕES DO ENVIESAMENTO INFLACIONISTA.....	160
VII.5.	ALGUMAS QUESTÕES ADICIONAIS IMPORTANTES.....	162
VII.6.	EM SÍNTESE.....	163
<b>VIII.</b>	<b>O CASO DO BANCO CENTRAL EUROPEU.....</b>	<b>165</b>
VIII.1.	INTRODUÇÃO.....	165
VIII.2.	O PROCESSO DE CONSTRUÇÃO EUROPEIA.....	165
VIII.2.1.	<i>Uma moeda única para a Europa.....</i>	<i>167</i>
VIII.2.2.	<i>Um Banco Central comum e independente para a Europa.....</i>	<i>168</i>
VIII.2.2.1.	Fundamentos da independência do Banco Central Europeu.....	169
VIII.2.3.	<i>O estabelecimento de um Sistema Europeu de Bancos Centrais.....</i>	<i>170</i>
VIII.3.	CARACTERIZAÇÃO GERAL DO SISTEMA EUROPEU DE BANCOS CENTRAIS E DO BANCO CENTRAL EUROPEU.....	172
VIII.4.	AVALIAÇÃO DO DESENHO DO BANCO CENTRAL EUROPEU.....	174
VIII.4.1.	<i>Independência.....</i>	<i>174</i>
VIII.4.1.1.	Independência reconhecida no Tratado da União Europeia.....	175
VIII.4.1.2.	Independência pessoal do BCE.....	176
VIII.4.1.3.	Independência económica do BCE.....	178
VIII.4.1.4.	Independência política do BCE.....	178
VIII.4.1.5.	Alguns aspectos menos fortes na independência do BCE.....	179
VIII.4.1.6.	Quantificação do grau de independência do BCE.....	182
VIII.4.2.	<i>Défice democrático no Banco central Europeu?.....</i>	<i>183</i>
VIII.4.2.1.	A construção da credibilidade do BCE.....	184
VIII.4.2.2.	Responsabilização do BCE.....	186
VIII.5.	EM SÍNTESE.....	189
<b>IX.</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>191</b>
	<b>APÊNDICES.....</b>	<b>199</b>
	<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>223</b>

## ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1	Resumo de resultados do modelo de política monetária, num período	51
Quadro 2	Comparação de alguns resultados do modelo de política monetária, em informação simétrica e privada	59
Quadro 3	Contributos para a medição legal da independência dos Bancos Centrais	109
Quadro 4	Metodologia para a construção de um índice de independência legal	116
Quadro 5	Avaliação do efeito de alguns determinantes do grau óptimo de independência e ‘conservadorismo’	132
Quadro 6	Sentido dos efeitos das determinantes da independência do Banco Central	142
Quadro 7	Efeito do alargamento da UEM sobre a importância dos votos da Comissão Executiva do BCE nas decisões de política monetária nas reuniões do Conselho de governadores	180
Quadro 8	Quantificação do grau de independência legal atribuído ao BCE	182
Quadro A.1	Resumo de alguns estudos realizados sobre eventuais relações entre independência dos Bancos Centrais e algumas variáveis	202
Quadro A.2	Matriz de quantificação de graus de independência e responsabilização de Bancos Centrais, segundo vários índices	217
Quadro A.3	Matriz de cálculo dos graus de independência e de responsabilização de Bancos Centrais (à data de 1998)	219
Quadro A.4	Matriz de síntese sobre os graus de independência e responsabilização do Banco Central	221

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1	Determinação geométrica do grau óptimo de independência e ‘conservadorismo’ do Banco Central	87
Figura 2	Avaliação geométrica do efeito de algumas variáveis sobre o grau óptimo de independência e ‘conservadorismo’, numa análise de estática comparativa	133
Figura 3	Independência legal e Responsabilização	155
Figura 4	Independência legal e autoridade final sobre a política monetária	156

## **Agradecimentos**

Aproveito este espaço na dissertação para lembrar algumas pessoas a quem desejo prestar o meu agradecimento pelos contributos que deram para o meu trabalho e que, de formas diversas, são responsáveis por eu ter atingido esta etapa.

Assim, o meu agradecimento ao Prof. Dr. Vítor Constâncio, pela sua orientação científica.

Agradeço ainda à Universidade Portucalense, em especial ao seu Reitor, Prof. Doutor Francisco da Costa Durão, pelo apoio institucional e financeiro; ao Departamento de Economia da mesma Universidade, em particular ao Prof. Doutor João Almeida Garrett e ao Prof. Dr. Soares Barbosa, pela confiança em mim depositada.

Alguns outros professores auxiliaram-me, disponibilizando alguma bibliografia. O meu obrigado, pois, aos Professores Alex Cukierman, Jakob De Haan, Sylvester Eijffinger, Michele Fratianni, Henrik Jensen, Gabriel Mangano, Anton Muscatelli, Lars E. O. Svensson e Carl Walsh, entre outros. Para além disso, também não podem ser esquecidos alguns dos Bancos Centrais que forneceram cópias das suas Leis-Quadro, sem as quais não poderia ter feito o tratamento empírico.

Especial agradecimento aos amigos e colegas Fernando Pereira, Luís Pacheco, Manuel Cabugueira e Sérgio Silva, pelo incentivo, solidariedade e amizade.

E ainda à minha família, em especial à Lúcia, um muito obrigado.

Pedro Sousa

## I. INTRODUÇÃO

*“Until a few years ago, Central Banks were regarded as an integral part of the Government’s central policy-making machine. (...) The idea that a Central Bank might, or should, be independent of Central Government was simply not considered as a serious issue in most countries. Yet this is now an idea whose time has most certainly come”<sup>1</sup>*

*“From revealed preference, I suspect that by far and away the two most important variables in their [central bankers’] loss function are avoiding accountability on the one hand and achieving public prestige on the other”<sup>2</sup>*

*“The practice and theory of modern central banking revolve around the inflationary tendencies inherent in the conflict between the short- and long-run effects of monetary expansion and in the temptations of monetary expansion and in the temptations of monetary financing of government spending. They should also revolve around the conflict between the benefits of shielding the central bank from political pressures and the principle of accountability to the public of those who make critically important policy decisions.”<sup>3</sup>*

As últimas décadas têm conhecido dois factos importantes na política monetária: a adopção da estabilidade de preços como objectivo primário na condução da política e a atribuição de independência a grande número de Bancos Centrais (BCs), sendo este segundo facto visto como promotor do alcance daquele objectivo primário, cuja primazia representou uma quebra radical com a perspectiva dos anos 70, altura em que se defendia que a política monetária devia alcançar objectivos conflituosos: estabilização do nível de preços, do valor externo da moeda e do ciclo económico.

A delegação da política monetária a uma instituição independente, libertando aquela das exigências e preferências imediatas do Governo, constituiu-se como uma forma de atar as mãos deste último. Assim, são criadas condições para a manutenção da estabilidade dos preços.

\*

---

<sup>1</sup> Goodhart (1994c, p. 1).

<sup>2</sup> M. Friedman no comentário a Fischer (1990) (ver Fischer, 1990, p. 1181).

<sup>3</sup> Fischer (1994, p. 262).

Neste trabalho tenta-se responder a algumas questões. Em primeiro lugar, será importante compreender-se a argumentação que está por detrás da defesa da independência dos BCs, quer em termos dos fundamentos de natureza teórica, quer de natureza empírica. Os argumentos teóricos assentam basicamente em três pilares: a teoria da inconsistência temporal, com início em Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983a, b); os argumentos fundados no âmbito da *public choice*: teoria dos ciclos políticos de Nordhaus (1975) e o trabalho de Hibbs (1977) sobre as influências partidárias; e o problema da dominância relativa entre política orçamental e política monetária de Sargent e Wallace (1981), embora a discussão neste trabalho de dissertação incida mais sobre o primeiro dos três pilares. Em termos empíricos, a defesa da independência dos BCs baseia-se nos efeitos que a mesma tem sobre algumas variáveis económicas, cuja investigação exigiu a construção de índices ou medidas de autonomia. No presente trabalho, para além de serem descritos e analisados vários índices de independência, construiu-se um outro índice legal, com o qual se quantificou a independência de vinte e oito BCs<sup>4</sup>, cujos estatutos actuais foram devidamente estudados.

Uma comparação entre os BCs revela diferentes graus de independência. Assim, colocando-se a questão de saber que factores determinam o grau de independência escolhido para cada BC, uma parte deste trabalho é reservada ao tratamento das determinantes da independência.

Em segundo lugar, não se pode pensar que exista apenas apoio à ideia da atribuição de independência aos BCs. Na mesma medida que alguns contributos foram aumentando a fundamentação teórica e empírica, também foi crescendo o volume de trabalhos que, por causa de identificarem algumas consequências indesejáveis da autonomia ou alguns defeitos à argumentação referida, se opõem claramente ao estabelecimento de BCs independentes.

Quando se pensa nessas reservas ou críticas à independência, uma das questões que é indispensável tratar (não esquecendo a subsequente e eventual dificuldade de coordenação das políticas orçamental e monetária), reside no problema do eventual défice democrático ao nível de um Banco Central (BC) independente. Uma instituição protegida de

---

<sup>4</sup> A amostra é constituída pelos BCs da Argentina, Chile, países da OCDE (com excepção dos BCs da Áustria, Grécia, Itália e Polónia) e ainda o BCE.

influências exteriores pode exercer as suas funções com muito mais liberdade do que se não fosse independente, de tal maneira que a transparência pode não constar da maneira de actuar dessa instituição. Nessas condições, o público ou os seus representantes, além de não conseguirem influenciar a política prosseguida, deixam de ter meios de controlo e monitorização. Este é basicamente o problema da eventual falta de responsabilização democrática do BC, que nasce do receio de se estar a criar um corpo burocrático que obstinadamente se preocupa com a manutenção da estabilidade dos preços, desprezando outros objectivos da sociedade. Neste trabalho, investiga-se empiricamente a existência de uma relação entre a independência legalmente conferida à autoridade monetária (medida por aplicação do índice que se sugere no capítulo 'Fundamentação empírica da independência de BCs') e a sua responsabilização democrática (quantificada por aplicação do índice proposto por De Haan, *et al.* (1998)).

No ano corrente, a Europa viu nascer o Banco Central Europeu (BCE), caracterizado por um elevado grau de independência que os seus Estatutos lhe atribuem. O terceiro tema que se pretende desenvolver neste trabalho, consiste numa análise à autoridade monetária central da União Económica e Monetária (UEM), verificando-se em que medida ou com que fundamentos se pode justificar o tratamento das questões da independência e responsabilização nos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e do BCE.

Assim, em síntese, pretende-se responder às seguintes questões:

- De que maneira, teórica e empiricamente, se justifica o movimento actual claro em direcção a maior independência dos BCs?
- Que soluções foram encontradas para o problema do enviesamento inflacionista?
- Até que ponto são sensatas as conclusões dos estudos empíricos efectuados à independência dos BCs?
- Que factores determinam o grau de independência?
- Em que medida a responsabilização democrática tem alguma relação com o grau de independência atribuído ao BC?
- De que forma a independência e a responsabilização estão previstas no desenho do BCE? Existirá algum défice democrático?

\* \*

Esta dissertação está organizada da seguinte forma. O próximo capítulo, de carácter introdutório, define o termo 'independência' e descreve os tipos de autonomia possíveis, terminando com uma breve apresentação das motivações gerais da atribuição de independência aos BCs. O capítulo III está reservado ao tratamento dos fundamentos teóricos da independência. Aí fala-se da inconsistência dinâmica e do subsequente problema do enviesamento inflacionista e das soluções que a literatura foi sugerindo para o mesmo problema. No capítulo seguinte, a discussão passa para o lado do tratamento empírico, descrevendo-se algumas medidas de independência, onde será sugerida uma medida legal adicional, terminando-se com uma descrição dos resultados dos estudos empíricos feitos às consequências da independência dos BCs. O capítulo V é destinado ao tratamento das determinantes do grau de autonomia das autoridades monetárias. No capítulo VI fala-se nas reservas levantadas à independência, tendo uma delas (o problema da responsabilização democrática) um tratamento mais aprofundado no capítulo seguinte. Ainda antes da conclusão, no capítulo VIII é feita uma avaliação ao caso do BCE, na perspectiva do assunto principal deste trabalho: a independência dos BCs e possível conflito com a sua responsabilização democrática.

\* \* \*

## II. BANCOS CENTRAIS, FUNÇÕES E INDEPENDÊNCIA

### II.1. Introdução

A gênese dos Bancos Centrais (BCs) está relacionada com a necessidade de manter a estabilidade monetária. Actualmente, essa função ainda permanece. De acordo com muitos autores, o problema monetário com que se confronta o Banco Central (BC) baseia-se em encontrar um regime monetário ou uma regra que conduza à estabilidade dos preços.

Para além dessa função ou incumbência, os BCs sempre estiveram muito próximos do Governo, sendo notórios alguns períodos da história durante os quais a influência política do Governo mais se fez sentir sobre as decisões de política monetária.

Os últimos anos têm assistido à defesa da diminuição dessa influência. É neste contexto que se fala de independência dos BCs, suportada por uma literatura que apresenta argumentos de natureza empírica e também teórica. Grande parte dessa literatura remete o leitor para o estudo do comportamento do BC da Alemanha, *Bundesbank*, que é perspectivado como um exemplo a seguir, dada a sua independência, actuação e resultados económicos<sup>5</sup> ·<sup>6</sup>. O próprio desenho institucional do Banco Central Europeu (BCE) segue esse modelo, como se verá mais à frente neste trabalho.

Neste capítulo, pretende-se analisar como evoluiu a ênfase dada às funções do BC ao longo do tempo, descobrindo que funções e preocupações são actualmente importantes ao nível dos BCs. Para além disso, será útil neste capítulo introdutório definir o que se entende realmente por independência do BC, distinguir os tipos possíveis de independência e ver quais as motivações gerais que a literatura tem apresentado para sustentar a delegação da política monetária em BCs independentes.

---

<sup>5</sup> Não negligenciando alguns outros BCs, como por exemplo, o BC da Nova Zelândia, pelos bons resultados recentes em matéria de estabilidade dos preços.

<sup>6</sup> Debelle e Fischer (1994) reduzem o sucesso do *Bundesbank*, mostrando que a estabilidade de preços na Alemanha foi conseguida sacrificando-se a economia com alguns períodos de recessão.

## II.2. Das funções e objectivos iniciais do Banco Central até às preocupações actuais<sup>7</sup>

Uma possível definição funcional de BC passa pelo cumprimento de três cláusulas: constituir-se como emissor monopolista de notas, banco do Governo e prestamista de última instância. (Capie *et al.*, 1994, p. 5).

Os primeiros BCs foram estabelecidos pelo Governo para actuarem como principais bancos comerciais, no país. Mais precisamente, foram dois os motivos que assistiram à criação de BCs: o necessário fomento e encorajamento dos serviços bancários comerciais e a necessidade de restaurar a estabilidade monetária<sup>8</sup>.

As relações de maior ou menor proximidade entre o BC e o Governo encontram as suas raízes no início das actividades dos BCs, sendo possível falar de três factores que influenciaram e influenciam aquelas relações: as condições políticas prevalecentes (essencialmente, paz e guerra), a filosofia político-económica da época e os regimes de taxas de câmbio (Goodhart, 1994a, p. 238).

Desde os inícios da banca central até à primeira guerra mundial, a um período de grande domínio do Governo sobre o BC sucedeu um período de *laissez-faire*, caracterizado por um grau de independência considerável entre os dois agentes.

A separação entre as políticas monetária e orçamental viu o seu fim chegar com a primeira guerra mundial e com a grande depressão. A própria abordagem Keynesiana a isso parece ter conduzido<sup>9</sup>. Keynes, preocupando-se com a situação económica da altura, sustentava que a economia não conseguia atingir, naturalmente, o equilíbrio, pelo que as autoridades, orçamental e monetária, deviam fazer a gestão da procura, de maneira a equilibrá-la à oferta potencial, reduzindo-se o desemprego. Todavia, dado a política orçamental ser mais poderosa para o efeito pretendido, a política monetária era relegada para uma função residual: manter as taxas de juro a um nível o mais baixo possível, de

---

<sup>7</sup> Para um estudo mais aprofundado da evolução da actividade dos BCs, pode ler-se Capie, *et al.* (1994).

<sup>8</sup> O estabelecimento de uma instituição de alguma forma independente, cujas notas emitidas fossem convertidas em espécie, constituía um meio de recuperação da estabilidade monetária, que era posta em causa, quando os Governos geravam inflação relativamente muito elevada, para satisfazer as suas necessidades de fundos em tempos de guerra.

<sup>9</sup> Muito embora Capie *et al.* (1994), argumentem que a teoria geral de Keynes não liderou o processo de mudança de política (em que os BCs passaram a preocupar-se em proporcionar baixas taxas de juro nominais), antes serviu de acompanhamento.

forma a encorajar o investimento doméstico, ao mesmo tempo que se sujeitava à necessidade de manter a estabilidade e os níveis suficientes de reservas externas, no período de taxas de câmbio fixas.

Com a segunda guerra mundial, os BCs continuaram a revelar-se subservientes do Tesouro. De facto, os anos imediatamente seguintes à segunda guerra foram marcados por uma gestão da procura, do tipo Keynesiana, sendo a gestão monetária considerada como parte daquela. Os Keynesianos desejavam fixar os instrumentos de política económica, numa base período a período, ou caso a caso, favorecendo uma actuação discricionária. Os objectivos das autoridades monetárias incluíam elevado emprego e crescimento, assim como a manutenção do valor da moeda, sendo a política monetária implementada por via do controlo directo do crédito. Já em fins dos anos cinquenta, acompanhando o aumento de confiança na economia de mercado capitalista, a política monetária voltou-se novamente para os mecanismos de controlo monetário assentes no mercado, em particular, para o ajustamento de taxas de juro de curto prazo.

Nos anos setenta, coincidindo com a quebra do sistema monetário de Bretton Woods, a primazia do paradigma Keynesiano sofreu uma 'crise': taxas de inflação<sup>10</sup> e de desemprego elevadas (estagflação) transmitiram a lição de que as autoridades não podiam, de uma forma independente, optar por uma pressão sobre a procura e manter a economia num certo ponto escolhido, sem correr o risco de desenvolver expectativas de cada vez maior inflação, o que fazia pensar que lhes era muito difícil controlar a procura real. Por outro lado, a Alemanha e a Suíça tinham conseguido reduzir a inflação, após o choque petrolífero de 1973, através de uma política monetária contraccionista. A perspectiva Monetarista ganhava força, sustentando uma política monetária doméstica concentrada na redução da inflação, por via da adopção de regras e de pré-compromissos para o alcance de determinada trajectória decrescente da expansão monetária.

É neste quadro que, em fins da década de setenta e inícios dos anos oitenta, muitos Governos, na tentativa de proceder a uma desinflação, encorajaram os seus BCs a fixar objectivos monetários intermédios (em termos de um agregado monetário que mostrasse uma relação mais estável com o rendimento nominal), uma vez que se acreditava na

---

<sup>10</sup> Tal como M. Friedman (1968) e E. Phelps (1968) defendiam, a tentativa das autoridades em manter um nível demasiado elevado de emprego conduzia a uma inflação crescente.

existência de um certo número de relações de médio e longo prazos, estáveis, na economia: uma taxa natural de desemprego, para a qual a economia reverteria; uma velocidade de circulação de moeda estável e previsível<sup>11</sup>; uma relação estável entre o crescimento de um certo agregado monetário e os rendimentos nominais (e, logo, os preços), entre outras.

Assim, ficava reservada aos BCs a tarefa de estabelecer uma regra para o crescimento monetário, que permitisse a obtenção, a médio prazo, da estabilidade dos preços<sup>12</sup>.

Todavia, em meados dos anos oitenta, aquelas relações que se pensavam estáveis, começaram a mostrar-se instáveis (principalmente, devido à inovação financeira); constatou-se uma quebra da estabilidade da velocidade de circulação da moeda e da relação entre a moeda e o rendimento nominal. Isso veio dificultar ou mesmo tornar impossível a selecção e o anúncio de um objectivo monetário intermédio aceitável. Com as excepções de poucos países (ex. Alemanha), a fixação explícita de objectivos monetários foi abandonada. Apesar disso, o fundamental da perspectiva Monetarista manteve-se inalterado. Não se levantou nenhum desafio contra a ideia da curva de Phillips de médio e longo prazo ser vertical, continuando-se a defender que a política monetária devia preocupar-se com o comportamento de alguma variável monetária intermédia, de maneira a servir de âncora para uma taxa de inflação baixa, ou mesmo nula. A economia moveu-se para um regime de maior discricção, não caindo, porém, novamente na abordagem Keynesiana.

Actualmente, é de consenso generalizado que a principal atribuição da política do BC reside na sua capacidade de influenciar, a curto prazo, as taxas de juro do mercado monetário, para chegar à estabilidade de preços<sup>13</sup>. Nas palavras de Fischer (*op. cit.*, p.263), através do controlo da base monetária, todos os BCs têm responsabilidades no âmbito da

---

<sup>11</sup> Sendo aceite a previsibilidade da velocidade de circulação da moeda (V), a identidade quantitativa ( $MV=PY$ ), indicava que as autoridades monetárias podiam controlar o nível de rendimento nominal (PY), alterando o stock de moeda (M).

<sup>12</sup> A médio prazo, sendo o produto real (Y) fixado pelo mesmo conjunto de factores que afectam a *NAIRU* (*Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment*) e admitindo-se como previsível a velocidade de circulação de moeda (V), as autoridades podiam manipular o nível ou a taxa de crescimento do stock de moeda (M), de maneira a controlar o nível ou a taxa de crescimento dos preços (P).

<sup>13</sup> A crescente ênfase na estabilidade de preços pode ser vista como um reflexo da necessidade do BC em focar objectivos de médio e longo prazo em vez de tentar compensar desenvolvimentos cíclicos de curto prazo (Freedman, *op. cit.*, p. 90).

gestão da oferta de crédito e de moeda, determinando as taxas de juro do mercado<sup>14</sup>. Para além desta função, são apontadas outras: gestão das reservas externas, assim como a determinação da taxa de câmbio; e a promoção da estabilidade do sistema financeiro (exercer a supervisão dos bancos e de outras instituições financeiras e actuar como prestamista de última instância).

Nos últimos anos tem-se assistido a uma mudança nas discussões monetárias. Diminuiu a preocupação relativa ao debate regras vs discricção na condução da política monetária; em vez disso, a maior parte da discussão actual tem incidido mais sobre as questões institucionais e constitucionais, tais como saber qual a melhor forma de estabelecer as autoridades monetárias e que incentivos possibilitar às mesmas, de forma a induzi-las a ter em atenção a estabilidade dos preços, a médio prazo, abdicando o que for possível e admissível de preocupações de curto prazo com respeito ao emprego e ao produto. Nesse sentido, é oportuno falar em independência do BC, em que se prevê uma limitação da pressão política exercida pelo Governo.

A questão da independência política e económica do BC apresenta-se com alguma importância. Os responsáveis daquele, manipulando as taxas de juro de curto prazo, de maneira a alcançarem o objectivo de médio prazo, que consiste na estabilidade dos preços, confrontam-se com uma dificuldade operacional importante: as taxas de juro afectam a economia, com um desfasamento temporal considerável, na maior parte dos casos. Por essa razão, os decisores de política são levados a construir previsões sobre o comportamento dos preços futuros, com base nas quais decidem a política monetária. A relativa incerteza presente nestas previsões cria condições ao surgimento de pressões políticas e de certos grupos, que se opõem, por exemplo, a aumentos das taxas de juro em momentos politicamente inconvenientes. Essa eventual manipulação política das taxas de juro pode conduzir a perdas de credibilidade importantes.

É, também, de uma certa relevância questionar a sensatez da realização de contratos com o governador do BC, por exemplo, para o tornar mais responsável pelas suas

---

<sup>14</sup> Por oposição, Goodhart (1994b) argumenta que o BC não consegue controlar efectivamente a Base Monetária (BM); a maior parte do tempo, estará apenas a acomodar a procura diária de reservas do sistema bancário. Todavia, isto não invalida que o BC possa utilizar a evolução da BM como uma variável de informação, para decidir como variar as taxas de juro, embora também possa recorrer à utilização da sua previsão da inflação como objectivo intermédio da política monetária (é o caso do *Bank of England*).

decisões, perante a sociedade. Pela sua importância, este assunto será objecto de tratamento especial neste trabalho, mais à frente.

As próximas secções deste capítulo destinam-se a definir e a desenvolver um conceito já utilizado no texto: independência do BC.

### **II.3. O conceito de Independência**

O claro movimento em direcção à atribuição de independência aos BCs parece ficar a dever-se, fundamentalmente, à tentativa de conter a inflação dentro de limites razoáveis, sobretudo quando os objectivos da autoridade monetária colidem com os de outros grupos ou instituições. Embora Eijffinger (1997) defenda que a independência do BC não é condição suficiente nem necessária para a estabilidade dos preços, a verdade é que a literatura económica tem analisado possíveis caminhos para atingir menores taxas de inflação média e cada um desses caminhos traz associado um certo tipo de independência dos BCs.

Antes de se descrever as interpretações ou tipos de independência do BC, é momento de esclarecer alguns pontos importantes. Em primeiro lugar, como se verá ao longo deste trabalho, independência não é um conceito absoluto; é antes um conceito relativo, uma vez que não se pode dizer que um BC é independente. É mais correcto dizer-se que esse BC tem um grau de independência elevado relativamente a outros BCs que se estejam também a considerar.

Em segundo lugar, embora a maior parte da literatura se refira à independência que o legislador pretende atribuir ao BC, na prática o grau de independência desse BC estará também dependente de outros factores, como sejam o ambiente económico, político e social, ou ainda a personalidade dos dirigentes do BC. Isto não significa que se esteja a diminuir totalmente a importância da independência legal. O que se pretende dizer é que não é só isso que conta. E tenha-se em atenção que esta nota tem uma certa importância quando se pensa no caso do BCE, cujos Estatutos lhe atribuem um grau de independência

legal superior ao dos outros BCs<sup>15</sup>. Isso constitui uma instrumentação. O que é importante é que quem o dirige saiba tirar o máximo partido dessa instrumentação, começando a pensar em actuar de maneira a construir uma reputação forte.

Finalmente, grande parte da literatura é indiferente entre usar independência ou ‘conservadorismo’. Apesar de neste trabalho algumas vezes se utilizar os dois termos sem grande preocupação, cumpre neste momento referir-se que são coisas diferentes<sup>16</sup>. A independência é algo que pode ser influenciado quer através de meios legais, quer pelo meio envolvente ao BC. A independência do BC implica, em termos estritos, a separação do processo de decisão daquele em relação ao processo de decisão do sistema político; não só uma separação institucional, mas também uma separação no sentido da ausência, na prática, de influências políticas sobre a política monetária. Por outro lado, ‘Conservadorismo’, termo que surgiu com Rogoff (1985), está associado à importância relativa que o agente atribui ao problema da inflação e que é superior ao que a sociedade lhe atribui<sup>17</sup>. São duas coisas diferentes, embora se usem misturadas na maior parte da literatura, com pouca preocupação, como já se disse.

## **II.4. Interpretações do conceito de independência do Banco Central**

### ***- tipos de independência***

A tipologia de independência sugerida pela literatura e seguida mesmo na solução obtida para o BCE consiste em três tipos ou interpretações.

Pode falar-se, em primeiro lugar, de independência pessoal (ou autonomia orgânica, nas palavras de Bassoni e Cartapanis (1995)), que está associada à influência que o poder

---

<sup>15</sup> Veja-se, neste trabalho, a secção relativa à quantificação do grau de independência do BCE ou o Quadro A.4, em apêndice.

<sup>16</sup> Por exemplo, De Haan e Kooi (1997), diferenciam mesmo em termos empíricos, independência de ‘conservadorismo’, concluindo que a independência de instrumentos interessa para a explicação dos resultados de inflação, ao mesmo tempo que o grau de ‘conservadorismo’ do BC e outros aspectos de independência têm pouco impacto ou mesmo nenhum sobre a inflação. A distinção que se está a referir também é destacada e trabalhada por Eijffinger e Hoerberichts (1996).

<sup>17</sup> Como se verá, o grau de aversão à inflação do banqueiro central pode ser influenciado, alterando os incentivos com que se confronta, por exemplo, através da realização de um contrato com o BC (Persson e Tabellini, 1993 e Walsh, 1995a).

político tem sobre o BC, nomeadamente sobre os processos de nomeação e de demissão dos dirigentes da autoridade monetária, sobre o prazo do mandato legalmente previsto ou ainda em termos da possível representação do Governo, com ou sem direito a voto, nas reuniões do órgão executivo e de decisão do BC.

A independência financeira ou económica remete para a análise das relações entre a autoridade orçamental e a autoridade monetária. Neste âmbito tem-se em conta a possibilidade do BC ter que financiar os excessos de despesas da autoridade orçamental.

Finalmente, a independência política, onde se observa a posição do BC em matéria da sua margem de manobra na formulação e execução da política monetária. Neste contexto, será de todo o interesse referir-se a distinção proposta por DeBelle e Fischer (1994), entre independência de objectivos e independência de instrumentos. Enquanto a primeira se refere à capacidade do BC em fixar os seus próprios objectivos, a segunda está relacionada com a liberdade em escolher os meios para atingir os objectivos estabelecidos. Entre os defensores da atribuição de independência ao BC, é geral a defesa de independência de instrumentos, ao mesmo tempo que não há absoluta exigência de independência de objectivos. No caso da solução do banqueiro central ‘conservador’ de Rogoff (1985), é atribuída a independência nas duas dimensões, ao passo que nos contratos de Walsh (1995a) e de Persson e Tabellini (1993), apenas se prevê independência de instrumentos.

## **II.5. Motivações gerais da independência de Bancos Centrais**

A independência de Bancos Centrais tem sido sugerida e implementada em muitos países, geralmente como meio de alcançar a estabilidade dos preços. A relação entre a atribuição de independência e os resultados favoráveis de menor inflação, funda-se basicamente numa fundamentação empírica e numa fundamentação teórica. Esta última compreende três argumentos: as consequências sobre a política monetária que resultam da exposição da autoridade monetária às decisões da autoridade orçamental, influenciadas por questões de ordem partidária e de ciclos políticos; o efeito monetário da dominância relativa da política orçamental sobre a política monetária; e o problema da inconsistência temporal da política monetária. Quanto à primeira fundamentação, a experiência passada

de alguns países, assim como os resultados de alguns testes empíricos, conduzem a ligar-se maior independência do BC a melhor comportamento da economia em matéria de inflação.

O desenvolvimento destes assuntos, devido à sua complexidade e interesse, será feito em capítulos seguintes, neste trabalho.

## **II.6. Em síntese**

Em sentido estrito, a independência implica a separação institucional e a remoção de influências do poder político sobre as decisões do BC, sendo possível falar-se em vários tipos de independência, consoante o relacionamento entre as duas partes em interacção. Considerada na independência política, a distinção entre independência de instrumentos e independência de objectivos é a mais referida na literatura.

O grau de autonomia do BC em relação ao poder político sofreu ao longo do tempo uma evolução que acompanhou as condições políticas, a filosofia político-económica das épocas e os regimes de taxas de câmbio. No entanto, os últimos anos caracterizados pela maior preocupação com o problema da inflação, têm conhecido uma defesa mais forte da atribuição de independência aos BCs, quer por via da tentativa de imitar o quadro institucional e o comportamento de alguns BCs que, como o *Bundesbank*, conseguiram resultados particularmente favoráveis em matéria de estabilidade de preços, quer por via de uma literatura económica que apresenta suporte teórico e empírico para a delegação da política monetária num BC independente.

O próximo capítulo é dedicado à apresentação dos argumentos teóricos que favorecem a defesa da independência dos BCs.

### III. FUNDAMENTOS TEÓRICOS DE UM BANCO CENTRAL INDEPENDENTE

#### III.1. Introdução

Para garantir a estabilidade de preços, na opinião de Persson e Tabellini (1993), é de considerar duas abordagens possíveis: por um lado, a fixação de objectivos ou a realização de contratos com o BC; e por outro, uma via legislativa.

No caso da primeira via, é fixado ao BC um objectivo em termos de inflação, através de um contrato, ficando o seu governador responsabilizado pelo alcance de tal objectivo. Nessa abordagem, dá-se alguma liberdade em termos de discricionariedade para atingir tal meta. Como exemplos desta solução, pode pensar-se no caso da Nova Zelândia<sup>18</sup> ou no do Canadá.

A opção pela segunda abordagem envolve a delegação da execução da política monetária e de instrumentos a isso adequados, a um BC muito independente, que assumirá a estabilidade dos preços como objectivo primordial. Essa legislação deve ser relativamente inflexível, dificultando a adaptação a novas circunstâncias. É esta a abordagem que está prevista nos Estatutos do Banco Central Europeu (BCE), que segue de muito perto o consignado em relação ao BC alemão (*Bundesbank*), mas que se afigura com um grau de independência ainda mais elevado, uma vez que a alteração do texto legal que lhe atribui a independência, exige a revisão do Tratado da União Europeia (o que é difícil, dada a quantidade de ratificações e debates nacionais que exige).

A independência do BC implica uma separação da sua decisão de política monetária em relação ao sistema político. Esta separação exige que o BC e o poder executivo sejam entidades institucionalmente autónomas. Para falar da independência do BC vista nesta perspectiva, Hetzel (1990) usa a expressão ‘autonomia com discricção’, ao mesmo tempo que trata a primeira abordagem apresentada, como ‘compromisso’<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> Em 1989, foi estabelecido que a função primária do BC da Nova Zelândia seria a formulação e implementação da política monetária direccionada para o objectivo económico do alcance e manutenção da estabilidade do nível geral dos preços. Através do *Policy Target Agreement (PTA)*, acordo celebrado entre o Tesouro e o governador do *Federal Reserve Bank of New Zealand*, tem sido definido e fixado quantitativamente o objectivo em termos de inflação.

<sup>19</sup> Nas suas palavras, mesmo a segunda abordagem é, na prática, limitada. Inevitavelmente, um BC que possua poder discricionário terá que proteger o exercício desse poder da influência dos outros ‘jogadores’

A literatura que defende a independência dos BCs, apoia-se em duas justificações ou razões: razões teóricas e razões empíricas.

A fundamentação teórica da independência dos BCs centra-se basicamente em três argumentos. De acordo com a teoria da *public choice*, as autoridades monetárias estão sujeitas a fortes pressões políticas para se comportarem de acordo com as preferências e vontades do Governo, o que significaria a prática de uma política branda que permitisse um certo conforto nas preocupações da autoridade orçamental, mas com consequências pouco favoráveis no alcance da estabilidade de preços. Este argumento está relacionado com dois importantes trabalhos: a teoria dos ciclos políticos de Nordhaus (1975), onde a política económica aparece condicionada pelos ciclos políticos; e o trabalho de Hibbs (1977), em que o comportamento dos políticos (que influenciam ou implementam a política económica) é explicado à custa de estímulos partidários. Neste contexto, a atribuição de independência ao BC seria uma forma de reduzir a influência partidária ou pré-eleitoral sobre a política monetária.

Um segundo argumento centra a sua atenção na dominância relativa entre as políticas monetária e orçamental, com fundamento nos contributos de Sargent e Wallace (1981). Neste âmbito, se a política orçamental dominar a política monetária, reflectindo a situação em que as autoridades monetárias não conseguem influenciar a dimensão do défice orçamental, a oferta de moeda torna-se endógena. Isso significa que se o Estado não conseguir colocar dívida junto do público, ou há cortes nas despesas públicas, ou há aumentos dos impostos, ou as autoridades monetárias são forçadas a financiar o défice, por via de criação monetária. Pelo contrário, se a política monetária for dominante, a autoridade orçamental será obrigada a controlar o seu défice (ou a repudiar parte da dívida). Também neste caso, a atribuição de independência ao BC é vista como um travão ao financiamento forçado pelo BC dos excessos de despesa do Governo<sup>20</sup>.

Finalmente o terceiro argumento, que se baseia na solução encontrada para o problema da inconsistência dinâmica e enviesamento inflacionista associado. Como é tido como

---

do sistema político, não lhe sendo dispensável tomar em consideração o possível comportamento desses 'jogadores'.

<sup>20</sup> Conscientes das várias interacções entre as políticas e autoridades orçamental e monetária, Beetsma e Bovenberg (1995a) investigaram em que situações é óptimo delegar a política monetária a um BC independente.

talvez o mais importante dos três fundamentos teóricos, neste trabalho apenas este será desenvolvido. Em resumo, algumas linhas podem ser escritas com respeito a este argumento. No desenvolvimento de soluções para o enviesamento inflacionista associado à inconsistência temporal (ou dinâmica) da política monetária<sup>21</sup>, Barro e Gordon (1983a, b) defenderam que os decisores se deviam comprometer com regras de política fixas, na condução da política monetária. Todavia, num cenário de informação imperfeita e ocorrência de choques no produto, passou a defender-se uma regra contingente, não fixa. Mas, para as regras serem sustentáveis é preciso que exista capacidade de compromisso ou alguma tecnologia de compromisso. Um mecanismo institucional que forçasse a observância das regras era fornecido por uma agência independente, tal como o BC, que não estivesse sujeito à discricção do Governo. Desta forma, o estabelecimento de um BC independente seria conducente à obtenção de baixa taxa de inflação. Mais à frente, será feito um desenvolvimento mais cuidado deste assunto.

Neste capítulo um pouco extenso, será apresentado um dos argumentos teóricos da independência dos BCs. Na secção III.2. apresenta-se o problema da inconsistência dinâmica da política monetária. As soluções para o problema do enviesamento inflacionista serão objecto de tratamento nas secções seguintes. Assim, a secção III.4. será dedicada à análise dos modelos de reputação e credibilidade na política monetária, com informação perfeita e informação imperfeita. A proposta de delegação da política monetária a um banqueiro central ‘conservador’ de Rogoff (1985) e suas extensões, em que se prevê a possibilidade do Governo ultrapassar as decisões do BC (ainda que com algum custo), são analisadas na secção III.5. O tratamento da abordagem de fixação de objectivos e da realização de contratos é feito na secção III.6. Finalmente, a secção III.7. é reservada a referências breves à importância das influências político-partidárias que se fazem sentir sobre o BC, ao que se seguirá uma síntese deste capítulo.

---

<sup>21</sup> Problema levantado por Kydland e Prescott (1977).

### III.2. O problema da inconsistência dinâmica da política monetária

As economias ocidentais nos anos sessenta e setenta, conheceram elevadas taxas de inflação, sem assistirem a maior crescimento económico. Alguns dos esforços de compreensão dessa situação conduziram à discussão do problema da inconsistência temporal da política monetária implementada.

A ideia básica da teoria da inconsistência temporal é a existência de um enviesamento inflacionista que surge em resultado da tentação sistemática dos decisores de política em estimularem a economia, explorando a curva de Phillips de curto prazo (que tem declive negativo<sup>22</sup>). Efectivamente, os decisores de política são sempre tentados a prometer no momento corrente taxas de inflação baixas e a surpreender mais tarde o público, com inflação surpreendentemente elevada. No entanto essas promessas não são credíveis. Há realmente um problema de credibilidade porque os decisores não conseguem convencer os agentes económicos privados acerca da política monetária futura, uma vez que aqueles compreendem os incentivos com que os decisores se confrontam.

Os incentivos de que se fala, de acordo com Cukierman (1992), são os motivos de emprego, de rendimento (de senhoriagem<sup>23</sup>), a estabilização da situação da balança de pagamentos e a manutenção da estabilidade do sistema financeiro. Mais à frente, será feito um desenvolvimento de cada um deles.

Nesta secção, tentar-se-à dar respostas a: o que é a inconsistência temporal de uma política? E estando aí associado um problema de inflação, pergunta-se como deve este ser tratado em termos da fixação da estabilidade dos preços como objectivo de política e que consequências negativas podem ser apontadas à inflação, para justificar a preocupação por parte dos decisores de política. Também serão desenvolvidos, ainda que resumidamente, cada um dos motivos que conduzem os decisores a alimentar processos de inflação.

---

<sup>22</sup> Actualmente, aceita-se que embora a curva de Phillips de longo prazo seja vertical, (o que significa que a política monetária não tem efeitos sobre as variáveis reais no longo prazo), no curto prazo, existe um certo *trade-off* entre desemprego e inflação, quanto mais não seja por causa das dificuldades de ajustamento dos salários.

<sup>23</sup> Em sentido estrito, senhoriagem resulta da diferença entre o valor monetário da moeda emitida e o seu custo físico de produção. Revela-se numa receita importante em certas economias, pois “*a Government can live for a long time, even the German Government or the Russian Government, by printing paper money... The method is condemned, but its efficacy, up to a point, must be admitted. A Government can live by this means when it can live by no other. It is the form of taxation which the public finds hardest to evade*”

### III.2.1. Inconsistência dinâmica da política monetária

Uma política é dinâmica ou temporalmente inconsistente se essa decisão de política futura, que constitui parte de um plano óptimo formulado numa data inicial, deixa de ser válida quando perspectivada numa data ulterior, mesmo que mais nenhuma informação relevante tenha surgido entretanto<sup>24</sup>.

Basicamente, o problema da inconsistência temporal advém da comparação que os decisores fazem entre os incentivos que têm à data inicial com os incentivos com que são confrontados numa data futura. Por exemplo, no caso dos impostos sobre o capital, o Governo, pensando encorajar o investimento, promete numa data inicial, uma menor tributação do capital. Contudo, num segundo momento em que os agentes já tenham efectivado as suas decisões de investimento, o Governo é tentado a aumentar a tributação. Na perspectiva desse momento futuro, a decisão inicial deixa de ser óptima; é temporalmente inconsistente, na medida em que o agente decisor é confrontado *ex post* com um estado diferente do que observa *ex ante*.

No caso da inflação, numa data inicial, tendo o Governo afirmado que vai lutar por menor crescimento dos preços, os agentes incorporam nas suas expectativas a ideia de uma menor inflação. Mas, no momento ulterior em que essas se tenham reflectido nos contratos realizados pelos agentes, o Governo é tentado a conseguir um maior nível de produto e emprego, à custa de surpresas de inflação. Todavia, se se admitir expectativas racionais, o sector privado compreende as tentações com que se confronta o Governo, ajustando o seu comportamento. Assim, daquela decisão de política apenas resulta um aumento da inflação - enviesamento inflacionista<sup>25</sup> e não há surpresas de inflação<sup>26</sup>, situação pior do que a que seria alcançada se os decisores tivessem feito anúncios de tal forma vinculativos que não admitissem a sua renegação.

---

*and even the weakest Government can enforce, when it can enforce nothing else”* (Keynes, 1924, ‘Monetary Reform’, *Harcourt, Brace and Company: New York*, in Capie *et al.* (1994, p. 285)).

<sup>24</sup> Blanchard e Fischer (1989, p. 592).

<sup>25</sup> É preciso notar que uma taxa de inflação elevada não implica necessariamente a existência de problemas de inconsistência temporal, assim como também é verdade que uma taxa de inflação baixa não significa ausência de inconsistência dinâmica.

<sup>26</sup> A não ser que o decisor possua informação superior, como será visto.

O problema da inconsistência temporal foi levantado por Kydland e Prescott (1977). Este é o artigo mais citado na literatura sobre credibilidade da política, por alguns motivos: apresenta o conflito ou tensão entre a política óptima *ex ante* e a política óptima *ex post*; os autores chamaram a atenção para algo importante: a política corrente deve ser consistente com a política de equilíbrio futuro. É, segundo este artigo, incorrecto perspectivar o processo de decisão de política, de um ponto de vista dinâmico com agentes com expectativas *forward-looking*, como um jogo contra a natureza, mas contra agentes que constróem as suas expectativas de maneira racional, não cometendo sistematicamente erros.

Kydland e Prescott (*op. cit.*) sublinharam o papel limitado que tem o controlo óptimo nas decisões de política, neste contexto<sup>27</sup>. A condução da política de forma discricionária, que otimiza assumindo o passado como um dado, conduz a resultados consistentes (na medida que, em cada momento, constitui a melhor decisão, dado o estado corrente), mas não óptimos em termos da maximização da função objectivo (social). Assim, os esforços de estabilização têm efeitos perversos, contribuindo para a instabilidade económica<sup>28</sup>. Aquela suboptimalidade advém de não existir nenhum mecanismo que incentive os decisores de política futuros a ter em atenção os efeitos da sua política sobre as decisões então correntes do público. Se os decisores de política conseguissem comprometer o seu comportamento futuro (através de regras), através de formas legais ou de outros procedimentos (tornando difícil a alteração daquelas regras fixadas, excepto em situações de emergência), desapareceria o aspecto contra-ciclístico da política monetária.

No artigo citado, os autores defendem a prossecução de políticas monetária e orçamental, seguindo regras simples de actuação<sup>29</sup> (que os agentes esperam sejam seguidas no futuro), não por causa dos argumentos apresentados por Friedman (1948), mas porque se não pode desprezar a importância das expectativas na própria evolução do estado de

---

<sup>27</sup> O cálculo óptimo não considera as consequências dos efeitos das políticas sobre as expectativas dos agentes e sobre as decisões destes. Por exemplo, a própria mudança de agentes decisores e, logo, alterações na função bem estar da sociedade, provocam alterações nas expectativas dos agentes, que não são considerados no cálculo óptimo inicialmente realizado.

<sup>28</sup> Kydland e Prescott (*op. cit.*, p. 486)

<sup>29</sup> Kydland e Prescott (*op. cit.*) defenderam mesmo um crescimento constante na oferta de moeda, como regra.

coisas corrente, assim como, também, devido ao conhecimento imperfeito que se possa ter da estrutura económica subjacente.

Calvo (1978), por sua vez, concluiu que o problema da inconsistência dinâmica surge mesmo quando o Governo procura maximizar o bem estar de um indivíduo representativo. É avançado algo semelhante ao sugerido em Kydland e Prescott (*op. cit.*), quando neste se refere ser razoável legislar sobre regras de política, ainda que qualquer proposta de resolução da inconsistência temporal das políticas exija uma revisão dos objectivos do Governo ou uma limitação sobre as decisões de política admissíveis.

Em artigo ligado a estas questões, Fischer (1980), refere que a inconsistência dinâmica surge quer se esteja ou não a maximizar o bem estar de um indivíduo representativo, se o Governo não dispuser de instrumentos de controlo não distorçores<sup>30</sup>. No caso de se procurar fixar regras como forma de ultrapassar a inconsistência na política, o mesmo autor defendeu que tais regras deviam ser simples<sup>31</sup>.

Estes três artigos têm algo em comum: na ausência de compromissos legais, podem ocorrer problemas sérios de credibilidade, uma vez que o sector privado pode concluir que os decisores de política possuem incentivos para no futuro se desviarem dos anúncios feitos<sup>32</sup>.

### **III.2.2. O problema da inflação**

#### **III.2.2.1. Custos da inflação**

Nas palavras de Goodhart (1991, p. 361), “uma inflação elevada não é susceptível de melhorar a posição daqueles que ocupam os seus cargos de direcção de instituições com responsabilidade de política económica”. A inflação é impopular. Consegue-se apontar

---

<sup>30</sup> Em artigo recente, Nicolini (1998) reconsidera o problema da inconsistência temporal, estendendo a análise convencional da questão, que vinha já de Calvo (1978).

<sup>31</sup> Tal como tinha sido sugerido por Kydland e Prescott (*op. cit.*), de forma a ser fácil observar-se quando o decisor se afasta das regras fixadas.

<sup>32</sup> Kotlikoff, *et al.* (1988), apresentam uma solução para o problema da inconsistência dinâmica, que envolveria a formulação de um contrato social onde seria especificada uma política óptima *ex ante*. Esse

algumas consequências negativas à inflação<sup>33</sup>, embora seja muito difícil quantificá-las. É de realçar, no entanto, que a importância dessas consequências está relacionada com o nível a que se situa a taxa de inflação.

No tratamento dado às consequências da inflação, a literatura distingue as resultantes de inflação não esperada, dos efeitos da inflação antecipada. Quando antecipada pelos agentes económicos, para além dos chamados ‘custos de menu’, que advêm daquela provocar alterações de preços mais frequentes, uma inflação elevada modifica o comportamento dos agentes económicos em termos das suas decisões em deter moeda: a inflação aumenta os custos de detenção de moeda e, logo, reduz a quantidade que os indivíduos desejam deter.

Por outro lado, quando os agentes não antecipam a inflação, os custos da inflação são mais graves (apesar dos efeitos benéficos sobre o emprego, no curto prazo). A inflação, quando não antecipada, conduz a redistribuições de rendimento e de riqueza, que não tinham sido planeadas. Mas, talvez mais importante do que isso é a incerteza gerada com a inflação e os efeitos que daí decorrem<sup>34</sup>.

As distorções associadas à incerteza acerca da inflação, afectam o ambiente macroeconómico, que determina as recompensas relativas atribuídas à afectação dos ‘talentos’ às actividades diversas, às quais estão associados diferentes retornos sociais<sup>35</sup>.

Alguns autores defendem que uma inflação mais elevada é sinal de inflação futura mais incerta. Ball (1992) apresenta um modelo monetário em que a incerteza acerca da política monetária futura (e da própria taxa de inflação) aumenta com o nível da taxa de inflação. Quando a inflação é elevada, os decisores são confrontados com um problema: desejam desinflationar, mas receiam que isso provoque uma recessão (o que pode não ser tão

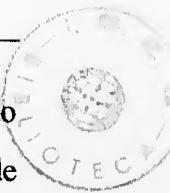
---

contrato podia ser transferido entre gerações diferentes, pagando as gerações mais novas, um certo montante de impostos. As várias gerações teriam incentivos económicos para respeitar o contrato.

<sup>33</sup> Fischer (1994, pp. 272-274), apresenta um conjunto exaustivo de efeitos reais da inflação.

<sup>34</sup> “Changes in uncertainty about the future inflation rate can be expected to have numerous effects on an economy. Increased inflation uncertainty means larger realizations of unexpected inflation, so any costs associated with unexpected inflation are naturally associated with an increase in inflation uncertainty. Inflation uncertainty might be incorporated into interest rates, and thereby affect the intertemporal allocation decisions made in an economy. In a world of nominal rigidities, inflation uncertainty could affect intratemporal allocation decisions through its effect on uncertainty about the real cost of various factors of production and its effect on uncertainty about the relative price of various final goods.” (Huizinga, 1993, p. 521).

<sup>35</sup> De Gregório (1996) sobre esta questão faz referência aos artigos: Baumol (1990) e Murphy, *et al.* (1991).



verdade quanto isso, como se verá). Para além disso, Ball admite que o sector privado desconhece as preferências relativas do decisor; o modelo pressupõe dois tipos de decisores: ‘decisor conservador’, cujo objectivo é apenas manter a inflação baixa; e ‘decisor liberal’, que se preocupa tanto com o desemprego como com a inflação. Quando a inflação e as expectativas de inflação estão a níveis baixos, o sector privado tem certezas quanto à política futura; há consenso de que a autoridade monetária vai mantê-las a níveis baixos, uma vez que os dois tipos de decisores se comportam da mesma maneira nesse caso. Todavia, uma inflação elevada é sinal de resposta diferenciada pelos dois tipos de decisores. Nesse caso, o público, por desconhecer o regime de política, desconhece a política monetária futura. Note-se que algumas vezes, a incerteza pode ser apreciada pelos decisores<sup>36</sup>.

Crawford e Kasumovich (1996), apesar da dificuldade em medir a incerteza acerca da inflação, apresentam resultados econométricos de vários autores, em matéria da relação entre nível de inflação e incerteza da inflação futura, num quadro de informação simétrica (com parâmetros fixos). Alguns desses estudos concluíram pela ausência de uma relação sistemática entre inflação e incerteza de inflação. Apesar disso, os estudos realizados em ambiente de informação assimétrica<sup>37</sup> (com parâmetros fixos) revelaram uma relação mais forte entre aquelas duas variáveis. A essa conclusão, também se chega em modelos com parâmetros variáveis<sup>38</sup>.

A maior incerteza dos agentes económicos pode conduzir a uma redução do investimento<sup>39</sup>. No âmbito da literatura sobre investimento irreversível, é perfeitamente

---

<sup>36</sup> Cukierman e Meltzer (1986), referem que o público tem maior dificuldade em detectar um aumento intencional da inflação, quando os erros de controlo monetário apresentam uma maior variância. (Nessa altura, os decisores ficam em melhor posição para ganhar com a inflação).

<sup>37</sup> Os modelos de informação assimétrica reconhecem implicitamente que a extensão em que o choque de inflação aumenta a incerteza depende da percepção do regime de política pelos agentes.

<sup>38</sup> Pode ver-se algumas tabelas de resumo dos vários resultados empíricos em Crawford e Kasumovich (1996, pp. 9, 12 e 15). Estes resultados foram ampliados com os decorrentes de modelos autorregressivos e de modelos GARCH na forma reduzida, em Crawford e Kasumovich (*op. cit.*). Estes sugerem que no caso de um modelo autorregressivo, existe uma forte relação positiva entre o nível de inflação e a incerteza da mesma. Por outro lado, um modelo GARCH (na forma reduzida), fornece uma fraca evidência da incerteza aumentar com níveis mais elevados de inflação.

<sup>39</sup> Em matéria da análise do impacto da incerteza (decorrente da inflação) sobre o investimento, pode ler-se Huizinga (1993). A este respeito, Barro (1996), ao analisar a possível relação entre inflação e crescimento, mostra que sendo feita uma estimação com os instrumentos mais plausíveis, o efeito adverso da inflação

normal pensar-se que a incerteza seja prejudicial ao investimento e ao crescimento do produto<sup>40</sup>.

Relacionado com estas questões está também, a associação entre inflação e crescimento económico, sobre a qual são conhecidos alguns trabalhos.

Num contexto de modelos neoclássicos e numa perspectiva em que moeda e capital são vistos como substitutos, a inflação estaria relacionada negativamente com o crescimento do produto. Todavia, até meados dos anos setenta, era rara a evidência empírica de qualquer relação entre inflação e crescimento e, no contexto do desenvolvimento económico, existiam dúvidas quanto à direcção da relação de causalidade. A experiência de alguns países sugeria que a inflação tivesse consequências positivas sobre o crescimento, por via de um mecanismo de poupanças forçadas dos agentes económicos. O tratamento deste problema modificou-se nos anos setenta e oitenta, com a observação de taxas de inflação elevadas acompanhadas de quedas no crescimento das economias. Os modelos mais recentes têm sugerido uma associação negativa entre inflação e crescimento<sup>41</sup>.

De Gregório (1996) apresenta resultados de estudos empíricos que sustentam uma relação negativa e robusta entre inflação e crescimento e sugere que a maior parte dos efeitos da inflação sobre o crescimento operam através da eficiência do investimento, isto é, através da taxa de crescimento da produtividade. Os efeitos sobre as taxas de investimento são menos claras, refere o mesmo autor. Aquela relação negativa de que se fala é verdade no médio e longo prazo. No curto prazo, a relação é positiva, explicando-se dessa forma algum interesse dos decisores de política em provocarem inflação. Por seu lado, Fischer (1996) refere que, apesar dos resultados empíricos não serem suficientemente robustos para se tirar conclusões inequívocas, será possível sugerir uma

---

sobre o investimento revela-se apenas quando na amostra forem incluídas as observações de inflação elevada.

<sup>40</sup> Uma maneira de assegurar que a incerteza realmente reduza o investimento é assumir que os investidores apresentam algum grau de aversão ao risco (De Gregório, 1996).

<sup>41</sup> Fischer (1993) e Gylfason e Herbertsson (1996) referem que essa relação é não linear. Ghosh e Phillips (1998) também defendem o mesmo, mostrando que ao nível de baixas taxas de inflação (de 2 a 3%), a relação era positiva entre inflação e crescimento. Mas, para níveis de inflação mais elevados, a relação seria negativa.

relação negativa entre inflação e crescimento, a taxas de inflação elevadas e uma relação positiva ou neutra a taxas de inflação baixas.

Os resultados mais interessantes foram apresentados por Bruno e Easterly (1995a), que mostraram que uma taxa de inflação média de 40% é o patamar acima do qual a economia estará a atravessar uma crise de elevada inflação e baixo crescimento. Os autores mostraram também que o crescimento *per capita* é, em média, menor do que o valor médio mundial, quando a sua taxa de inflação média ultrapassa os 40% (crise de inflação), e maior do que o valor médio mundial quando não está a passar uma crise de inflação.

Excluindo o caso daqueles países que apresentavam crises de inflação, os autores não encontraram nenhuma relação realmente consistente entre crescimento e inflação. Os resultados em economias com níveis de inflação mais baixos são não significativos e bastante sensíveis à inclusão de variáveis adicionais.

Com base numa observação da associação temporal entre crescimento e crises de inflação pontuais, os autores apenas sugerem que se assista a quedas fracas no crescimento durante essas crises de inflação (esporádicas), seguidas de recuperações surpreendentemente fortes após quedas da inflação<sup>42</sup>. Este padrão de acontecimentos é possível quando se fala de crises de inflação; no caso de economias caracterizadas por inflação baixa ou moderada, já não se assistirá àquela recuperação surpreendente do produto. É de realçar que os resultados a que Bruno e Easterly (1995a) chegam, não são consistentes com a visão de que uma política de estabilização da inflação seja contraccionista. Assim, “a estabilização da inflação não deverá ser entendida como um suicídio político”, nas palavras de Bruno e Easterly (1995b).

Barro (1996), isolando a relação entre crescimento e inflação, após ter mantido constantes todas as outras determinantes do crescimento<sup>43</sup>, verificou que o ajustamento era dominado por uma relação negativa entre crescimento e inflação. Todavia, para taxas de inflação inferiores a 20 pontos percentuais, a relação em estudo deixava de ser

---

<sup>42</sup> Bruno e Easterly (1995a), no seu artigo, apontam e analisam alguns motivos dessas recuperações do crescimento após as crises de inflação.

<sup>43</sup> O conjunto das determinantes consideradas inclui nível de escolaridade, esperança de vida, capital humano, taxa de fertilidade, *rácio* de despesas públicas, *rácio* de despesas com a educação e prémio de ‘mercado negro’.

estatisticamente significativa, devendo-se isso talvez à inexistência de informação suficiente nas experiências de inflação baixa.

Até aqui falou-se dos problemas associados à inflação mas, como refere Svensson (1997b), uma das piores coisas que pode acontecer a uma economia parece ser uma deflação prolongada e que não tenha sido antecipada.

### III.2.2.2. Estabilidade de preços

Actualmente, os BCs na sua generalidade têm assumido a estabilidade dos preços como principal objectivo de longo prazo<sup>44</sup>.

Nas palavras de Paul Volker e Alan Greenspan, obtém-se ‘estabilidade de preços’ quando os agentes económicos deixam de considerar a inflação nas suas decisões<sup>45</sup>. E isso deverá acontecer, como refere Fischer (1996), quando a taxa de inflação não ultrapassa a classe de um dígito. O mesmo autor refere e justifica que é saudável uma taxa de inflação positiva, não nula e entre 1 e 3% (Fischer, *op. cit.*, p.19).

Sem esquecer as consequências pouco favoráveis da inflação, referidas nas páginas anteriores, segundo Mishkin e Posen (1997) pode-se falar basicamente de quatro tipos de razões que motivam o prosseguimento da estabilidade de preços: desde referências aos desfasamentos dos efeitos da política monetária de Friedman (1968), passando pela perspectiva de que a longo prazo, não existe *trade-off* entre inflação e desemprego, e pelo desenvolvimento da literatura da inconsistência temporal da política monetária, até à revisão de um certo conjunto de problemas cuja origem está na verificação de inflação elevada e que já foram descritos.

---

<sup>44</sup> Existe algum desacordo quanto ao comportamento adequado dos BCs numa perspectiva de curto prazo. Nesse período de análise, uma série de choques podem atingir a economia: para além dos choques de produtividade (que são considerados pela literatura teórica), são ainda relevantes as alterações da velocidade de circulação da moeda, crises de câmbios, crises dos mercados de capitais e falência de algumas instituições financeiras. Em todos estes casos, o BC poderá ter que tolerar, ainda que temporariamente, alguma inflação.

<sup>45</sup> Palavras proferidas numa conferência organizada pelo *Federal Reserve Bank of Kansas City*, subordinada ao tema “*Achieving Price Stability*”, em Agosto de 1996.

Alguns autores advogam a fixação de objectivos de inflação, na medida em que, como se verá mais à frente, facilitando a verificação da credibilidade da política monetária por parte do público, aumenta a responsabilização das autoridades monetárias, pelos resultados obtidos em termos do objectivo. Ao aumentar a responsabilização, a fixação de objectivos de inflação serve como um mecanismo de compromisso, reduzindo ou eliminando um enviesamento inflacionista, que pode ter sido originado por uma política monetária discricionária (Svensson, 1996). No entanto, também lhe são conhecidas algumas desvantagens. Estas estão relacionadas com a dificuldade ao nível da implementação e acompanhamento do objectivo em matéria de inflação, que se deve ao controlo imperfeito que os BCs têm sobre a inflação; à existência de desfasamentos temporais atribuídos aos efeitos de medidas de política monetária sobre a inflação; e ao facto da inflação ser afectada por outros factores que não a política monetária. Svensson (*op. cit.*) sugere uma resolução bastante simples para estes problemas relacionados com a implementação e controlo: o BC deveria observar a sua previsão da inflação como um objectivo intermédio de política monetária e revelar isso, explicitamente, ao público. Seria um bom objectivo intermédio<sup>46</sup>.

Svensson (1997b) aconselha as autoridades monetárias a fixarem flexivelmente os seus objectivos de inflação<sup>47</sup>, o que significa que as autoridades não deviam privilegiar exclusivamente a obtenção do objectivo de inflação – não deviam descurar os efeitos que as suas políticas pudessem ter sobre outras variáveis económicas. Esta questão entra em contacto com o referido em Debelle (1997, pp. 8-10), onde se fala na interacção existente entre a fixação de objectivos de inflação e outros objectivos de política.

---

<sup>46</sup> A escolha de um bom objectivo intermédio para a política monetária leva a optar por aquele que apresente uma elevada correlação com o objectivo final, que admita a maior facilidade no controlo por parte do BC e que facilite a sua observação pelo BC e pelo público. Svensson (1996, pp. 18 e 19) justifica a escolha da previsão da inflação para objectivo intermédio da política monetária. Esta estratégia foi bem acolhida no *Bank of England*.

<sup>47</sup> Por oposição à ‘fixação flexível’, Svensson (1997b) fala de ‘fixação estrita’, quando a preocupação das autoridades monetárias é fixada apenas em matéria de inflação.

### III.2.2.3. Fixação de um nível de preços ou uma determinada taxa de inflação

A noção de ‘estabilidade de preços’ pode ser interpretada de duas maneiras diferentes: ou como ‘fixação de um nível de preços’, ou como ‘fixação de uma determinada taxa de inflação como objectivo’<sup>48</sup>.

Quando perspectivado *ex ante*, não há uma diferença real entre as duas alternativas; uma certa taxa de variação dos preços pode ser descrita, equivalentemente, por um nível de preços futuro. *Ex post*, essa correspondência já não será verdade. De facto, quando o BC impõe como objectivo uma certa taxa de inflação, por exemplo de zero, compromete-se em manter uma taxa de inflação nula em todos os períodos, o que significa que o nível de preços se deve manter constante ao nível corrente. Quando o objectivo é alcançar um certo nível de preços, este pode flutuar, embora o BC tente anular as consequências de falhas ocorridas no alcance daquele nível de preços.

Alguns artigos recentes comparam as duas hipóteses de fixação de objectivo de inflação. Na hipótese do BC fixar uma taxa de inflação nula como objectivo, o nível de preços pode ser visto como um passeio aleatório, cuja média é nula, mas cuja variância aumenta com o desfasamento temporal entre o momento presente e o momento futuro, donde se depreende existir uma incerteza crescente acerca do comportamento futuro do nível de preços. A hipótese da fixação de um determinado nível de preços tem a vantagem de gerar uma variabilidade reduzida no nível de preços, a longo prazo, estando, assim, associado um menor grau de incerteza<sup>49</sup>. Goodhart (1994b) acrescenta que, quando um regime monetário se torna credível, um objectivo expresso em níveis apresenta-se como mais auto estabilizador. Goodhart (1994b, p. 1429) dá a entender que seria preferível optar pela fixação do objectivo de um nível de preços. Svensson (1997a) também compara os dois tipos de fixação de objectivos. Num quadro em que a fixação de um nível de preços é interpretado como incluindo o objectivo de estabilização do nível de preços em torno de

---

<sup>48</sup> Fuhrer (1997) fala de quatro possibilidades: fixação (literalmente) de um nível de preços constante; fixação de uma trajectória para o nível de preços; fixação de uma taxa de inflação nula e ainda a fixação de uma taxa de inflação baixa mas não nula.

<sup>49</sup> Fischer (1994, p. 282). Todavia, o objectivo da manutenção de um certo nível de preços corresponde a maior variabilidade e incerteza nas taxas de inflação e no produto, a curto prazo. Fischer é da opinião de ser preferível, por esse facto, a fixação de uma taxa de inflação e não a fixação de um certo nível de preços (p. 285).

um certo valor, juntamente com um objectivo de estabilização do produto; e em que o produto apresenta persistência na sua evolução (devido, por exemplo, a imperfeições do mercado de trabalho), Svensson conclui que a fixação do nível de preços resulta mesmo numa menor variabilidade (no curto prazo) de inflação do que a correspondente à fixação da própria taxa de inflação.

Walsh (1998) referindo-se à questão da forma como fixar o objectivo de estabilidade de preços, defende que o objectivo adequado de política monetária é a estabilização da inflação e não a estabilização do nível de preços. Os custos de uma política de manutenção de um nível de preços estável serão uma maior taxa de inflação e maior variabilidade do produto; o ganho seria uma menor incerteza no nível de preços a longo prazo.

A maior parte dos BCs parece ter enveredado por políticas que permitam atingir uma taxa de inflação baixa e estável, aceitando a subsequente incerteza crescente no nível de preços.

### ***III.2.3. O enviesamento inflacionista e os motivos que explicam a alimentação de processos de inflação pelos decisores***

De Gregório (1996) coloca a questão: se a inflação tem más consequências sobre o crescimento, porque razão existe inflação? A resposta frequentemente dada por académicos e decisores de política, é que existe inflação porque é custoso reduzi-la. Mas, em vez de se dizer que é custoso reduzir a inflação, pode dizer-se que os decisores são confrontados com um conjunto de incentivos que os conduz a alimentar processos de inflação<sup>50</sup>.

No âmbito da teoria da senhoriagem óptima, a política monetária pode ficar condicionada a certas questões relacionadas com as finanças públicas, onde o motivo rendimento assume um papel relativamente importante. E quando os mercados de capitais são demasiado estreitos (limitando a capacidade de financiamento do Estado, nesses

---

<sup>50</sup> Ver início da secção III.3.

mercados), e/ou a estrutura fiscal não permita a fácil colecção de impostos, é mais forte o recurso à senhoriagem, emitindo-se moeda<sup>51</sup>.

As receitas de senhoriagem, tal como os impostos propriamente ditos, conduzem a custos sociais. A teoria da senhoriagem óptima pressupõe a afectação óptima dos impostos (onde se pode incluir a senhoriagem) ao longo do tempo, aplicando-se o princípio da minimização do valor actual descontado dos custos sociais referidos. Deste quadro, decorrem alguns resultados para a política monetária, nomeadamente, a ideia de que o decisor de política irá aumentar a taxa de crescimento monetário (e, em princípio, a taxa de inflação) quando aumenta o peso das despesas públicas no PIB<sup>52</sup>. Para além desse factor de incentivo, Barro e Gordon (1983a) referem que a vontade em recorrer à senhoriagem depende ainda das perdas de peso morto associadas a outras formas de tributação, do valor nominal da dívida pública existente e do estado da procura de moeda.

O montante de recursos reais que podem ser extraídos pelo decisor, ao emitir moeda, estarão dependentes em larga medida de dois factores: da taxa de expansão monetária decidida pelas autoridades monetárias e da quantidade de moeda que o público deseja deter. Os agentes privados decidem sobre essa quantidade, tendo em conta as suas expectativas de inflação, de tal maneira que uma expectativa de maior inflação conduz a menor detenção de encaixes monetários reais, donde resulta menor senhoriagem. Isto significa que os decisores podem estar a produzir inflação excessiva, no intuito de aumentar as suas receitas, acabando, todavia, numa posição de maior inflação, mas de menores receitas de senhoriagem<sup>53</sup>. Este resultado discricionário é sub-óptimo, na medida em que podia ter sido alcançado um mesmo montante de senhoriagem sem aumento da inflação, caso o decisor se tivesse comprometido com uma menor taxa de expansão

---

<sup>51</sup> Na procura das razões que explicam as diferenças entre países em termos da senhoriagem, uma parte da literatura aponta para o facto de que por razões de ordem institucional ou tecnológica, os países menos desenvolvidos são incapazes de construir sistemas fiscais sofisticados. Daí os Governos desses países basearem o financiamento dos seus défices na inflação. Todavia, Cukierman, Edwards e Tabellini (1992), defendem que a evolução do sistema fiscal de um país também depende das características do sistema político (instabilidade política ou não) e não só da estrutura económica. Os mesmos autores, mostram empiricamente (dados *crosssection* para 79 países) que a instabilidade política está associada positivamente com a senhoriagem.

<sup>52</sup> A este respeito pode ler-se Cukierman (1992, pp. 130-135).

<sup>53</sup> Num modelo em que se admita que o decisor compara os custos marginais de maior inflação com os benefícios marginais de maiores receitas de senhoriagem, a sua decisão de aumentar a taxa de crescimento monetário será admissível se os segundos valores marginais forem superiores aos primeiros. A existência de dívida nominal, relativamente elevada, cujo valor real pode ser reduzido através de inflação não antecipada, reforça o valor dos benefícios marginais.

monetária<sup>54</sup>. Note-se que, neste caso, a inconsistência dinâmica da política monetária fica a dever-se à diferença que existe entre os incentivos para o decisor inflacionar, antes e depois dos agentes privados terem decidido o nível de encaixes monetários reais a deter.

Com respeito ao motivo de estabilização do estado da balança de pagamentos, este explica-se da seguinte forma. Os decisores de política, seguindo uma filosofia mercantilista, ou porque, decidindo num sistema de câmbios fixos, desejam aumentar as suas reservas externas, podem proceder a uma desvalorização da sua moeda. Isto é mais frequente no caso de pequenas economias abertas, que enfrentem problemas de défices persistentes ao nível da sua balança de pagamentos.

O público, conhecendo o comportamento daqueles decisores, incorpora a sua expectativa de desvalorização na fixação do nível de salários nominais nos contratos. Por isso, vai exigir um nível de salário nominal mais elevado. Após a desvalorização nominal, obtém-se inflação mais elevada, mas sem efeitos em matéria das contas externas. Ou seja, uma política discricionária de desvalorização nominal, associada à existência de expectativas racionais, provoca um enviesamento de desvalorização, sem efeitos reais; o resultado obtido é sub óptimo<sup>55</sup>. Isso não aconteceria, caso os decisores de política, antes da formação das expectativas, se tivessem comprometido com uma taxa de câmbio estável, ou, em particular, se tivessem ligado a sua moeda à de um país cuja economia fosse caracterizada por uma inflação baixa. Isso poderia tornar credível a política.

A inflação também pode ser o resultado da política monetária ser levada a responder a preocupações que se prendem com a estabilidade do sistema financeiro<sup>56</sup> (em, por exemplo, evitar a falência de alguns bancos ou de outras instituições financeiras).

Um dos motivos mais importantes (quanto mais não seja, pelo número de trabalhos que o valorizam) que levam os decisores a gerar e a alimentar processos de inflação, é o motivo emprego<sup>57</sup>.

---

<sup>54</sup> Cagan (1956) determinou o valor da taxa de expansão monetária que corresponde ao valor máximo das receitas de senhoriagem.

<sup>55</sup> Será importante, neste momento, notar que os agentes económicos, na realidade não são capazes de formar expectativas desta maneira, pelo que uma desvalorização nominal da moeda nacional terá efeitos sobre a taxa de câmbio real e, logo, sobre a economia real.

<sup>56</sup> A actuação do BC passará por secar e injectar liquidez (contrair ou expandir a oferta monetária) no sistema, o que, particularmente em relação ao segundo caso, conduz a aumentos dos preços na economia.

No contexto desse motivo, admite-se que os decisores de política, além de atribuírem uma importância negativa à inflação, pretendem alcançar um nível de emprego superior à sua taxa natural<sup>58</sup>. Este facto encontra a sua razão de ser basicamente em dois elementos. Em primeiro lugar, pode ser o resultado dos decisores de política monetária responderem a pressões políticas dos seus constituintes (que são afectados por problemas de baixo emprego)<sup>59</sup>. Em segundo lugar, pode ser o reflexo de uma qualquer distorção existente no mercado de trabalho ou no mercado de produtos, que mantém o emprego a um nível demasiado baixo. Com respeito aos factores de distorção, Barro e Gordon (1983b) falam de impostos sobre o rendimento e de subsídios de desemprego que, devido às suas externalidades, conduzem o Governo a atribuir valor positivo às acções de política que reduzam a taxa de desemprego. Por outro lado, na opinião de De Gregório (1996), o factor de distorção estaria na existência de um poder de monopólio nos mercados de bens e de trabalho, que induziria uma sub-produção.

Admite-se ainda que o sector privado, em particular os agentes que estabelecem os salários, têm conhecimento dos objectivos dos decisores de política, compreendendo e podendo formar expectativas sobre o seu comportamento. Por isso, estão em condições de deduzir a taxa de inflação que será produzida pelos decisores. Assim, ainda que o anúncio inicial dos decisores seja de uma inflação baixa, tentando influenciar o comportamento dos agentes económicos privados, estes sabem que os decisores *ex post* serão incentivados a produzir inflação, pelo que um aumento da oferta de moeda não conduzirá a uma melhoria do nível de emprego, embora ocasione aumento do nível de preços dado o ajustamento de resposta do sector privado. Desta maneira, fica-se com um enviesamento inflacionista.

---

<sup>57</sup> Como já se teve oportunidade de referir, neste trabalho vai dar-se um maior tratamento a este motivo.

<sup>58</sup> Cukierman (*op. cit.*, p. 43) apresenta uma sistematização em relação à função objectivo dos decisores de política; esta pode ser perspectivada como uma função de bem estar social, em que o BC é um planeador social benevolente, ou como a função de bem estar do BC que assume o papel de mediador entre diferentes grupos de interesse (que exercem pressões em sentidos contrários sobre a política monetária), e que consegue encontrar um meio de compromisso entre essas duas partes. O primeiro tipo de abordagem é considerado em Kydland e Prescott (1977), Barro e Gordon (1983 a, b), Backus e Driffill (1983) e Rogoff (1985). A segunda interpretação é seguida por Weintraub (1978), Burns (1979), Kane (1982, 1990), Beck (1982), Woolley (1984), Cukierman e Meltzer (1986), Cukierman (1986), Havrilesky (1987), Willet (1988), Mayer (1990).

<sup>59</sup> Como é referido por Woolley (1984), citado em Cukierman (1992, p. 27).

É de reparar que nos casos apresentados, o enviesamento da política monetária deve-se a um conflito de vontades entre os decisores e o sector privado.

### III.3. Soluções para o enviesamento inflacionista

Durante os últimos anos, grande parte da literatura sobre política económica tem dado ênfase a questões relacionadas com o enviesamento inflacionista quando a política monetária é conduzida de forma discricionária.

Recorde-se que o enviesamento inflacionista, que surge em discricção, ocorre basicamente pelo facto do decisor ser incentivado a provocar inflação não antecipada após terem sido fixadas as expectativas do sector privado, dado que é incapaz de se comprometer com uma taxa de inflação média nula<sup>60</sup>.

Na base da eliminação ou da redução do enviesamento inflacionista, estão algumas soluções possíveis. A primeira e mais básica consiste na eliminação dos factores que criam uma distância entre o produto de equilíbrio da economia e o nível desejado pelo decisor<sup>61</sup>. A implementação perfeita desta solução daria lugar a um resultado de primeiro óptimo (*first best*). Apesar disso, as medidas necessárias conducentes a essa eliminação são impopulares e enfrentam resistência por parte dos eleitores<sup>62</sup>.

Uma segunda solução seria o compromisso do decisor de política com uma regra, por exemplo, de crescimento da oferta de moeda (a taxa de crescimento monetário constante de Friedman é um caso possível). No entanto, tal regra deveria ser credível. É que os incentivos com que o decisor se confronta aquando da implementação da regra anunciada, são susceptíveis de o conduzir à sua renegação. Assim, Alesina (1989) sugere um quadro

---

<sup>60</sup> Não se deverá esquecer que, no caso do motivo de emprego (nas palavras de Cukierman, 1992), uma outra razão para o enviesamento inflacionista reside no facto do nível de emprego desejado ser superior à sua taxa natural. Por seu lado, Gärtner (1997), mostra que o enviesamento inflacionista da política monetária não depende apenas das preferências do decisor e do efeito imediato sobre o produto decorrente da inflação não antecipada, mas também depende positivamente da persistência na actividade económica real.

<sup>61</sup> Recordando algo do que já foi referido em páginas anteriores, esses factores são a existência de impostos distorçores sobre o trabalho, de impostos sobre o capital e subsídios de desemprego.

<sup>62</sup> Por exemplo, a implementação de medidas estruturais para melhorar o funcionamento dos mercados de trabalho, de forma a reduzir a taxa de desemprego natural para o nível socialmente desejado.

institucional consistindo na obediência pelo BC a uma regra decidida pelo poder legislativo, por maioria qualificada, de maneira a que a anulação dessa regra fosse difícil ou impossível a um Governo com maioria simples, constituindo-se como barreira à influência do poder executivo sobre o BC. Esta solução asseguraria um controlo democrático sobre a política monetária e limitava os efeitos da excessiva volatilidade partidária e eleitoral.

Em Barro e Gordon (1983a), o equilíbrio discricionário num jogo entre as duas partes (decisor e público), ocorre num ponto em que a taxa de inflação é fixada a um nível em que o custo marginal de maior inflação é igual ao benefício marginal de menor desemprego. O aumento do custo marginal significaria uma redução dos incentivos à renegação. No decurso desta ideia, a segunda solução envolveria questões de reputação da política monetária.

O decisor está envolvido numa relação de longo prazo com o público, de modo que, ao cumprir os seus compromissos, estará a aumentar a sua reputação. A renegação a esses compromissos, por outro lado, piora a sua reputação de baixa inflação; como consequência, o sector privado passa a esperar mais inflação no futuro, o que conduz à redução do valor esperado da função objectivo do decisor. Trata-se de uma punição infligida pelo público, através de uma estratégia de 'gatilho'. Esta perda de reputação poderá, portanto, ser interpretada como um aumento do custo marginal da inflação para o decisor. Assim, o esforço deste em manter uma boa reputação substitui mesmo eventuais regras monetárias formais, como defendem Barro e Gordon (1983b).

A terceira solução, apresentada por Rogoff (1985), implicaria a escolha do desenho adequado das instituições por forma a que a influência do Governo e dos partidos políticos (representativos, cada um deles, de uma parcela da sociedade) sobre as decisões de política monetária, fosse minimizada ou mesmo excluída. Neste âmbito fala-se na delegação da decisão discricionária da política monetária a um agente 'conservador', diferente da sociedade, ou seja, a um banqueiro central que atribuisse um peso relativo ao objectivo da estabilidade dos preços, superior ao peso atribuído pela sociedade<sup>63</sup>. Nesta solução seria ainda de prever a atribuição de independência pessoal na condução da política monetária.

---

<sup>63</sup> Para além das diferenças ao nível das preferências (e do grau de 'conservadorismo'), o Governo e o BC apresentam, em geral, diferenças na taxa de preferência temporal.

Esta solução enquadra-se naquilo que já se referiu no início deste trabalho e que Persson e Tabellini (1993) designaram de abordagem legislativa para alcançar a estabilidade dos preços, que passaria portanto, pela criação por lei, de um BC muito independente, com um mandato inequívoco para a estabilidade dos preços.

Uma outra solução conduz o pensamento para a perspectiva de um contrato realizado com o governador do BC (Walsh, 1995a). Aqui, levanta-se a hipótese de ser atribuída uma compensação (negativa ou positiva) ao decisor, de maneira a influenciar e a alterar os incentivos com que este se confronta. Esta solução também se enquadra no que Persson e Tabellini (1993) designaram de abordagem contratual ou de fixação de objectivos, que consistiria em fixar para o BC um objectivo de inflação explícito, tornando o governador do BC directamente responsabilizado por cumprir o objectivo traçado. Este objectivo podia, por exemplo, revestir a forma de uma certa taxa de inflação. Nesta solução não se trata de escolher um determinado banqueiro central, mas de dotar um qualquer, de incentivos propensos ao alcance da estabilidade de preços.

Estas soluções possíveis serão objecto de desenvolvimento nas próximas secções.

Neste momento, será ainda oportuno referir-se duas ideias.

Cada uma destas soluções, em menor ou maior extensão, tem uma ligação à ideia de independência do BC e sugere graus maiores ou menores de responsabilização da autoridade monetária e transparência na condução da política monetária. Estas questões também serão objecto de tratamento, mais à frente neste trabalho.

Acresce ainda fazer referência a uma literatura que adopta uma visão pessimista quanto aos resultados da delegação da política monetária (que está associada a duas das soluções apontadas: a abordagem legislativa e a abordagem contratual ou de objectivos explícitos de inflação). Essa perspectiva argumenta que, dada a fraqueza destas soluções de delegação, seria melhor enveredar pela solução que preconizava a redução ou mesmo eliminação das ineficiências que estão na origem da inconsistência dinâmica. Jensen (1997) defende que, na ausência de custos de delegação (*reappointment costs*), a delegação não é a via para ultrapassar os problemas de credibilidade, uma vez que a delegação é discricionária<sup>64</sup>. Na sua opinião, a literatura sobre esta questão não explica

---

<sup>64</sup> Uma vez que *'If the problem [dynamic inconsistency] is present when the government performs monetary policy, it remains when policy is delegated: If the problem was caused by an incentive to create*

porque a delegação da política monetária é mais credível do que a própria política monetária. No modelo que apresenta, em que a escolha de delegação é parte da decisão estratégica e onde se considera explicitamente a ‘tecnologia de pré-compromisso’, os resultados são os mesmos independentemente do decisor de política implementar, ele próprio, a política monetária ou de a delegar. Jensen (*op. cit.*) conclui que se o decisor não tem credibilidade para implementar a política, a delegação não conduzirá a nenhuns ganhos. Se o decisor suportar custos de delegação, os resultados alteram-se sensivelmente; passa-se a concluir que a delegação reduz parte da ineficiência associada à inconsistência dinâmica, mas nunca a elimina.

### III.4. Reputação e credibilidade da política monetária

O desenvolvimento deste assunto será feito em dois tipos de ambiente de trabalho, em termos de informação: informação perfeita e informação assimétrica. No primeiro caso, admite-se que o sector privado e o BC partilham da mesma informação e que cada uma das partes consegue prever os incentivos com que a outra se confronta. O caso da informação assimétrica ocorre quando alguma das características anteriores é quebrada. Na parte relativa aos modelos de informação assimétrica, serão apresentadas algumas das razões que justificam esse tipo de informação.

#### III.4.1. Caracterização da economia

Nesta secção apresenta-se o modelo básico a partir do qual serão feitos alguns desenvolvimentos<sup>65</sup>.

Seja uma função de produção de curto prazo representada por

$$(1) \quad y_t = \beta N_t, \quad 0 < \beta < 1 \quad ^{66},$$

---

*surprise inflation in the former case, it prevails in the latter due to an incentive to create conditions for monetary policy consistent with surprise expansions.’ (Jensen, 1997, pp. 911 e 912).*

<sup>65</sup> A formalização que se apresenta neste capítulo, segue inicialmente muito de perto Schaling (1995).

<sup>66</sup> O parâmetro  $\beta$  mede a elasticidade da produção em relação ao trabalho.

em que o capital é fixo. ( $y_t$  representa o logaritmo do produto real e  $N_t$  é o logaritmo do emprego). De início, não se admitem choques de produtividade.

A procura agregada nesta economia é descrita num quadro IS-LM, em que:

$$(2) \quad \text{IS:} \quad y_t = g_t - \alpha_1 r_t + v_t$$

$$(3) \quad \text{LM:} \quad m_t - p_t = y_t - \alpha_2 r_t,$$

onde  $g_t$  é o valor real das despesas públicas,  $r_t$  é a taxa de juro real,  $v_t$  representa um choque da procura,  $m_t$  é o stock nominal de moeda e  $p_t$  é o nível de preços.

Igualando as taxas de juro das duas equações, vem:

$$(4) \quad y_t = \frac{\alpha_1}{\alpha_1 + \alpha_2} (m_t - p_t) + \frac{\alpha_2}{\alpha_1 + \alpha_2} (g_t + v_t)$$

e tendo em conta que é verdadeira a seguinte relação entre o produto e nível de preços<sup>67</sup>:

$$(5) \quad y_t = \frac{\beta}{1 - \beta} p_t, \text{ vem}$$

$$(6) \quad y_t = \frac{\alpha_1 \beta}{\alpha_2 \beta + \alpha_1} m_t + \frac{\alpha_2 \beta}{\alpha_2 \beta + \alpha_1} (g_t + v_t)$$

Definindo:  $A_1 = \frac{\alpha_1}{\alpha_1 + \alpha_2}$  e  $A_2 = \frac{\alpha_2}{\alpha_1 + \alpha_2}$ , a equação (6) será equivalente a:

$$(7) \quad y_t = \frac{A_1 \beta}{\beta + A_1(1 - \beta)} m_t + \frac{A_2 \beta}{\beta + A_1(1 - \beta)} (g_t + v_t)$$

Fazendo  $A_2 = g_t = v_t = 0$ , a procura agregada fica determinada por uma equação de Cambridge:

$$(8) \quad y_t = m_t - p_t$$

Admita-se ainda uma curva de Phillips:

<sup>67</sup> (Schaling, *op. cit.*, p. 13).

$$(9) \quad u_t = u_{nat} - \frac{1}{1-\beta} (\Delta p_t - E_{t-1} \Delta p_t), \text{ onde } u_t \equiv N_t^s - N_t \text{ e } u_{nat} \text{ é a taxa natural}$$

de desemprego, taxa que resultaria no mercado na ausência de surpresas de inflação.

Na economia, os desvios da taxa de desemprego com respeito à sua taxa natural, variam de forma negativa com a inflação não antecipada. Admite-se existir um *trade-off* entre desemprego e inflação no curto prazo, apesar de a longo prazo a curva de Phillips se mostrar vertical, o que é sustentado pela generalidade da literatura académica.

### III.4.2. Reputação e credibilidade em informação perfeita

Tal como é referido em Schelling (1982), Hoover e Roosevelt partilharam a ideia de que se as pessoas acreditarem que as coisas melhoram, as coisas acabam por melhorar. Mas é preciso fazer as pessoas acreditar nessa melhoria. É preciso que o decisor tenha reputação que, como nota Freedman (1993), pode ser frágil: é difícil obtê-la, mas é ainda mais difícil mantê-la.

Algumas políticas são tanto mais efectivas, quanto mais credíveis elas se apresentarem, como é referido por Taylor (1982)<sup>68</sup>. Essa credibilidade pode decorrer dos efeitos previsíveis da política ou do ambiente em que é proposta. Fellner (1982) é da opinião desta última perspectiva; sugere que a credibilidade pode ser associada directamente apenas aos *inputs* da política, sendo, todavia, difícil a um Governo influenciar de forma duradoura a credibilidade. Nesta linha de opinião, Drazen e Masson (1994) referem que a credibilidade que o público associa a uma política anunciada reflecte as circunstâncias exteriores à política. Para Taylor (1982), uma condição necessária (mas não suficiente) para uma política ser credível é que o seu resultado seja superior ao da política anterior<sup>69</sup>.

Fischer (1994) avançou com uma definição de credibilidade: uma política é credível quando o sector privado acredita que ela será prosseguida e quando é do interesse dos decisores a sua implementação, uma vez sendo acreditada pelo público. Assim, num

<sup>68</sup> A credibilidade assume uma importância especial no caso da desinflação. A credibilidade acerca de uma alteração futura da política pode modificar as expectativas de inflação.

<sup>69</sup> Blackburn e Christensen (1989), a este respeito, sugerem que a credibilidade de uma certa política particular irá depender não só da própria política que está em causa, mas também de todo o programa de política económica em que aquela se enquadra.

ambiente de informação perfeita e na ausência de compromissos, uma política anunciada é credível se for dinamicamente consistente; será não credível se sofrer de inconsistência temporal. Assim, uma política ou é credível ou não o é<sup>70</sup>.

Na opinião de Blackburn e Christensen (1989), para além de restrições tecnológicas, administrativas e políticas, o estabelecimento de credibilidade depende muito de alguns aspectos estratégicos, mais principalmente do grau de interdependência existente entre os comportamentos e expectativas dos agentes privados e da actuação dos decisores de política. Neste âmbito, cabe uma referência ao problema da inconsistência dinâmica da política monetária levantado por Kydland e Prescott (1977) (já apresentado em secção anterior) e à questão do enviesamento inflacionista, desenvolvido em Barro e Gordon (1983a).

#### III.4.2.1. Função objectivo do Banco Central

Geralmente, num modelo de política monetária, assume-se que o BC deseja minimizar a função de perda social:

$$(10) \quad L_t = \frac{1}{2}(\Delta p_t - \Delta p^*)^2 + \varepsilon(u_t - u^*), \quad \text{sendo } \varepsilon \text{ um parâmetro de valor não}$$

negativo, que mede o peso atribuído, pela sociedade, à estabilização do emprego relativamente ao peso atribuído à estabilização da inflação.

Normalizando,  $\Delta p^* = u^* = 0$  (isto é, fixando em zero a taxa de inflação e a taxa de desemprego desejadas pelo BC), a função perda a minimizar pelo BC, vem igual a:

$$(11) \quad L_t = \frac{1}{2}(\Delta p_t)^2 + \varepsilon(u_t).$$

<sup>70</sup> Recordando-se, uma política de inflação nula socialmente óptima não é credível em discrição, uma vez que é dinamicamente inconsistente.

### III.4.2.2. Jogo de política monetária de um período

No período  $(t-1)$ , o BC, tratando como dadas as expectativas de inflação que o sector privado formou, escolhe a sua estratégia de crescimento monetário, que se vem a revelar numa certa taxa de inflação. Nesse mesmo período, os agentes privados, com base nas suas expectativas (racionais) acerca da inflação do próximo período,  $(t)$ , e conhecendo o problema de optimização do BC, negociam os seus salários, que irão vigorar no período  $(t)$ .

Pode pensar-se em dois quadros possíveis: uma análise da estratégia de um só período ou uma análise de vários períodos, que se encontram ligados pela forma como os agentes privados constróem as suas expectativas de inflação.

Numa análise de um período, Barro e Gordon (1983a) apresentam três situações possíveis quanto ao comportamento do BC, que se passam a enunciar.

No caso de assumir uma política discricionária  $(D)$ , consegue-se provar que a sua função reacção às expectativas dos *wage-setters*<sup>71</sup> é:

$$(12) \quad \Delta p_t^D = \frac{\varepsilon}{1-\beta} > \Delta p^* \quad (D \text{ de política discricionária})$$

Esta função revela a resposta do decisor de política que é temporalmente consistente, uma vez que em cada momento é a melhor, dada a situação corrente.

Os *wage-setters* resolvem o problema de optimização do BC, de maneira a preverem da melhor forma possível, a taxa de inflação. Calculam exactamente a inflação escolhida pelo BC (por se estar aqui a admitir expectativas racionais como acontece em Barro e Gordon (*op. cit.*)):

$$(13) \quad E_{t-1} \Delta p_t^D = \frac{\varepsilon}{1-\beta}$$

Assim, resultará um desemprego de:

$$(14) \quad u_t^D = u_{nat}$$

Atinge-se um equilíbrio de *Nash*<sup>72</sup>.

<sup>71</sup> Ao longo deste texto, frequentemente vai manter-se a expressão original de '*wage-setters*', que designa o conjunto de agentes no sector privado que definem os salários para cada período.

Esta política é socialmente sub-ótima, porque a inflação resultante é superior à desejada<sup>73</sup> e a taxa de desemprego não sofre alteração; permanece ao seu nível natural. A política temporalmente consistente apresenta um enviesamento inflacionista.

A perda esperada seria:

$$(15) \quad E_{t-1}L_t^D = \varepsilon \left[ u_{nat} + \frac{\varepsilon}{2(1-\beta)^2} \right]$$

É a incapacidade dos decisores em se comprometerem em não provocar choques monetários, que impossibilita alcançar um resultado melhor.

Em vez de actuar de forma discricionária, o BC podia fixar uma regra (de inflação nula<sup>74</sup>), que iria definir as expectativas dos agentes privados. Nesse caso, seriam possíveis duas outras situações: ou o BC cumpria com essa regra (RC), ou renunciava-a (renegava a regra) (RR). Esta última situação é importante na medida em que revela que se o BC escolhesse a política socialmente ótima, confrontava-se com uma inconsistência temporal. É que a revelação das expectativas por parte do sector privado modifica a escolha ótima do BC.

Schaling (*op. cit.*) acrescenta ainda a possibilidade do BC fixar a regra, actuar de acordo com ela, mas a mesma não ser credível – caso da regra não credível (RN), embora cumprida.

Veja-se no quadro seguinte (Quadro 1), um resumo dos resultados de cada uma destas possibilidades, incluindo-se também a hipótese de discricção.<sup>75</sup>

<sup>72</sup> Equilíbrio de Nash é o conceito mais comum em jogos não cooperativos. A escolha de uma certa combinação de estratégias constitui-se como um equilíbrio de Nash, se cada estratégia de equilíbrio é uma melhor resposta às restantes estratégias de equilíbrio. Assim, dadas as expectativas dos agentes privados, a escolha da taxa de crescimento monetário do BC optimiza a sua função de perda.

<sup>73</sup> O aumento da taxa de inflação verificada será tanto maior quanto maior for o declive da curva de Phillips,  $1/(1-\beta)$ , isto é, quanto maiores forem os benefícios em matéria de maior emprego, decorrente da inflação não antecipada, e quanto maior for o  $\varepsilon$  (menos custosa for a inflação para o decisor).

<sup>74</sup> A regra pode assumir uma forma contingente, asseguram Barro e Gordon (1983b, p. 114). Nesse caso, deixará de ser prescrita uma taxa de inflação nula, como regra ideal, uma vez que a taxa de inflação passa a variar com o estado da economia.

<sup>75</sup> Ver Schaling (*op. cit.*), para a demonstração destes resultados.

QUADRO 1 – RESUMO DE RESULTADOS DO MODELO DE POLÍTICA MONETÁRIA, NUM PERÍODO

	Discrição	Regra fixada		
		Cumprida (RC)	Renegada (RR)	Não credível (RN)
Regra anunciada	—	$\Delta p_{t-1}^R = 0$	$\Delta p_{t-1}^R = 0$	$\Delta p_{t-1}^R = 0$
$E_{t-1}\Delta p_t$	$\frac{\varepsilon}{1-\beta}$	0	0	$\frac{\varepsilon}{1-\beta}$
$\Delta p_t$	$\frac{\varepsilon}{1-\beta}$	0	$\frac{\varepsilon}{1-\beta}$	0
$u_t$	$u_{nat}$	$u_{nat}$	$u_{nat} - \frac{\varepsilon}{(1-\beta)^2}$	$u_{nat} + \frac{\varepsilon}{(1-\beta)^2}$
$E_{t-1}L_t$	$\varepsilon \left[ u_{nat} + \frac{\varepsilon}{2(1-\beta)^2} \right]$	$\varepsilon(u_{nat})$	$\varepsilon \left[ u_{nat} - \frac{\varepsilon}{2(1-\beta)^2} \right]$	$\varepsilon(u_{nat}) + \frac{\varepsilon}{(1-\beta)^2}$

Hierarquizando os resultados das várias estratégias, com base no valor esperado da função perda, obtém-se a seguinte ordem de resultados<sup>76</sup>:

$$(16) \quad E_{t-1}L_t^{RR} < E_{t-1}L_t^{RC} < E_{t-1}L_t^D < E_{t-1}L_t^{RN}$$

O melhor resultado advém de uma regra anunciada credível e que é renegada. O anúncio de uma regra que não seja credível conduz a um resultado ainda pior do que a discrição.

O BC ao decidir entre renegar ou não renegar irá ter em conta aquilo que Barro e Gordon designam de ‘tentação’, que é a diferença entre a perda esperada de seguir a regra e a perda esperada de a renegar, isto é:

$$(17) \quad E_{t-1}L_t^{RC} - E_{t-1}L_t^{RR} = \frac{\varepsilon^2}{2(1-\beta)^2} > 0$$

Valerá a pena renegar? Parece que sim. Pelo menos a ‘tentação’ assume um valor positivo. Todavia, numa análise de vários períodos, esta expressão terá de ser comparada com a perda decorrente de expectativas inflacionistas nos períodos seguintes, donde poderá resultar uma decisão em não renegar.

<sup>76</sup> Tal como escreve Schaling (*op. cit.*, p.67), no caso dos dois argumentos na função de perda de bem estar do BC serem quadráticos, esta hierarquia poderia sofrer alterações em virtude de valores diferentes atribuídos ao  $\varepsilon$ . Quando o argumento relativo à inflação é quadrático, está-se a admitir que a inflação gera uma desutilidade marginal crescente. Mais à frente será incorporada essa hipótese.

### III.4.2.3. Jogo de política monetária num cenário de vários períodos

Numa análise de um só período, a renegação da regra anunciada era o melhor resultado. Porém, a renegação tem alguns custos associados e que não se revelam no período corrente. Na realidade, as decisões sobre política monetária são tomadas sequencialmente ao longo do tempo e não num só período, existindo uma ligação entre as decisões monetárias correntes e as expectativas futuras dos agentes. Assim, o BC, por via do seu comportamento passado, pode demonstrar que tem interesse em produzir uma taxa de inflação nula, apesar dos incentivos para se desviar desse objectivo.

Numa análise de vários períodos ligados, as forças de reputação que podem ser criadas por via da interacção repetida entre o BC e o sector privado, podem substituir regras formais (Barro e Gordon, 1983b). Isto sugere que os decisores se devam preocupar com os efeitos das suas políticas sobre as expectativas futuras. Pode, portanto, ser necessário preterir de alguns benefícios de curto prazo de alguma política, por forma a construir e a manter uma certa reputação, particularmente quando os custos da falta de credibilidade da política futura, aos olhos dos decisores, são superiores aos benefícios de curto prazo<sup>77</sup>.

As expectativas dos agentes económicos (*wage-setters*) para o período seguinte ( $t+1$ ) são função do comportamento dos decisores no período corrente ( $t$ ) (Barro e Gordon, *op. cit.*, p. 108). Se estes últimos, em ( $t$ ), se comportarem de acordo com as expectativas formadas, o público espera para ( $t+1$ ) exactamente a mesma coisa, pelo que as autoridades monetárias mantêm a sua reputação (ou credibilidade). No entanto, se em ( $t$ ), os decisores enganarem o sector privado, renegando, este passa a esperar para ( $t+1$ ), uma política discricionária. A punição por enganar o sector privado é a obtenção de uma solução de discricção no período ( $t+1$ ). O tempo de punição fica cingido apenas ao período ( $t+1$ ), se em ( $t+2$ ) as autoridades optarem por uma taxa igual à taxa discricionária esperada<sup>78</sup>.

Numa análise de vários períodos, o BC pretenderá minimizar o valor descontado de todas as perdas futuras:

---

<sup>77</sup> Apesar disso, Haubrich e Ritter (1996) chamam a atenção para a sensatez do BC poder continuar a implementar a política monetária de forma discricionária, uma vez que deixa aberta a possibilidade de adopção de regras mais tarde, ainda que isso não ocorra no infinito.

<sup>78</sup> De quanto tempo as autoridades monetárias necessitariam para alcançar novamente credibilidade nas suas decisões? Seria oportuno falar-se sobre a extensão do tempo de punição das autoridades na sua reputação. Nesta questão, Barro e Gordon (1983b, p. 108) encontraram uma dificuldade: equilíbrios múltiplos.

$$(18) \quad \sum_{i=0}^{\infty} q^i \left[ \frac{1}{2} (\Delta p_i)^2 + \varepsilon(u_i) \right], \quad 0 < q \equiv \frac{1}{1+r} \leq 1, \text{ em que } r \text{ é a taxa de desconto}$$

temporal (da preferência dos decisores de política).

Admita-se que o BC gozando de credibilidade no período  $(t-1)$ , anuncia para o período seguinte uma taxa de inflação  $\Delta p$ . Se renegar a essa regra, a sua melhor escolha de política será:

$$(19) \quad \Delta p_i^{RR} = \frac{\varepsilon}{1-\beta}$$

Dessa renegação decorrerá uma punição de:

$$(20) \quad qE_{t-1} [L_{t+1}^D - L_{t+1}^{RC}] = q \frac{1}{2} \left[ \frac{\varepsilon^2}{(1-\beta)^2} \right] - \Delta p^2 \quad (\text{Schaling, } op. cit., p. 34)$$

Enquanto esta ‘punição’ for maior ou igual à ‘tentação’, o BC actuará de acordo com a regra fixada. Em equilíbrio, as regras satisfazem esta condição. E a menor taxa de inflação credivelmente sustentável, de acordo com o desenvolvimento de Schaling (*op. cit.*, p. 34), é igual a:

$$(21) \quad \Delta p = \left( \frac{1-q}{1+q} \right) \left( \frac{\varepsilon}{1-\beta} \right), \text{ resultado este maior que o resultado de primeiro óptimo}$$

(taxa de inflação nula), mas menor que o resultado de discricção  $\left( \frac{\varepsilon}{1-\beta} \right)$ ; estará tanto mais próximo do de discricção, quanto mais próximo de zero estiver o  $q$ , isto é, quanto maior é taxa de desconto temporal,  $r$ ; ou seja, quanto menor é o peso atribuído pelo BC ao futuro, maior é a punição e menor a taxa de inflação que pode ser sustentável.

Tal como Schaling (*op. cit.*, p. 34) refere, mesmo na ausência de um compromisso, é possível um resultado de segundo óptimo, por via de um mecanismo de impedimento adequado. Na formação de expectativas, a ideia básica da ‘estratégia de gatilho’ (*‘trigger strategy’*) é o público usar a sua expectativa de inflação como um instrumento para dissuadir o BC de produzir uma taxa de inflação discricionária. Esta estratégia não alcança necessariamente uma taxa de inflação nula (de primeiro óptimo), mas uma taxa de inflação menor do que a discricionária. Dada esta estratégia do público, o BC fica limitado a fixar uma menor taxa de inflação, não renegando, uma vez que se preocupa com a sua reputação futura.

Uma questão que se coloca é a seguinte: De que forma o público se coordena numa só ‘estratégia de gatilho’? Este tipo de actuação exige que todos os indivíduos coordenem as suas expectativas num único perfil, de maneira a dissuadir de forma credível os decisores de produzirem taxas de inflação elevadas. Na ausência de uma tal coordenação, as estratégias de punição deixam de ser credíveis, quebrando-se o mecanismo de reputação.

al-Nowaihi e Levine (1994) apresentaram dois mecanismos susceptíveis de alcançar aquela coordenação: negociação centralizada dos salários (entre o BC ou o Governo e um sindicato<sup>79</sup> ou uma confederação de trabalhadores) e interacções estratégicas entre as autoridades monetárias sucessivas, ou quando o BC não seja independente, entre os sucessivos governos e o sector privado que se comporta de forma atomista<sup>80</sup>.

De maneira a superar o problema da necessária coordenação social, Minford (1995) argumentou em favor de uma estratégia de punição eleitoral, que direccionava a sua atenção aos resultados da política passada<sup>81</sup>.

Para além da dificuldade da coordenação, é ainda possível falar-se de mais alguns problemas. Em primeiro lugar, existe um número infinito de possíveis equilíbrios de reputação (equilíbrios de Nash), não se conhecendo uma maneira de escolher entre eles.

Em segundo lugar, a estratégia de que se está a falar pode estar sujeita a um problema de ‘free-rider’, uma vez que os indivíduos podem concluir que não vale a pena alcançar

---

<sup>79</sup> Grande parte da literatura passa sobre isto, sem lhe atribuir muita importância. No entanto, Tabellini (1988) analisou esta situação, embora numa situação em que o sindicato está informado incompletamente acerca da natureza do BC (informação imperfeita). Os salários seriam fixados por um sindicato centralizado, que teria em conta o efeito das suas acções sobre os incentivos do BC. Neste contexto, seria mais fácil sustentar um equilíbrio de reputação com inflação baixa, do que em modelos com mercados de trabalho descentralizados. A presença de um sindicato único fortaleceria os efeitos de reputação dos anúncios de política monetária.

<sup>80</sup> No tratamento do segundo mecanismo, os autores pressupõem que os governos sucessivos são idênticos e que a extensão de tempo de vigência dos contratos de salários iguala a duração de cada administração monetária (do BC).

<sup>81</sup> Na sua opinião, seria possível obter-se um resultado óptimo com uma punição discriminatória, i.e., com uma punição substancial quando os decisores de política explorassem a curva de Phillips para reduzir o desemprego para baixo da sua taxa natural, embora não sendo prevista penalização por a explorar em resposta a choques do produto. A necessidade de evitarem ser punidos eleitoralmente actuaria como uma limitação no comportamento dos decisores de política, na medida em que o decisor que renegasse os seus compromissos (anti-inflacionistas) assumidos *a priori* ficava sujeito ao risco de perder a próxima eleição, nas mãos de um eleitorado racional.

uma menor taxa de inflação, uma vez que os custos privados de monitorar as acções do BC são superiores ao benefício marginal privado<sup>82</sup>.

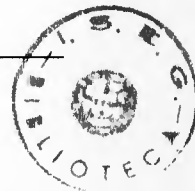
Outra dificuldade reside na necessidade de se pensar num horizonte temporal infinito; caso contrário, em todos os períodos seria implementada uma política de discrição. Para além disso, o modelo não explica como alcançar a credibilidade nas políticas, apenas apresenta uma explicação para a sua manutenção.

Em quarto lugar, a atenção não deverá ser exclusivamente direccionada para a ‘estratégia de gatilho’. Num ambiente de informação assimétrica, como se verá, para além dessa estratégia, também é importante o ‘processo de aprendizagem’ na manutenção da credibilidade da política monetária: - ainda que não conheçam certos atributos acerca das preferências do BC ou de informação sobre determinadas variáveis económicas, exclusivo do BC, os indivíduos através da observação da inflação passada, vão inferindo acerca do que lhes é desconhecido. Dessa forma, conseguem antever as acções futuras dos decisores de política. Esta abordagem é consistente com a perspectiva da credibilidade das políticas desinflationistas ser alcançada gradualmente, após o BC manter a inflação a um nível baixo durante um período de tempo suficiente. A este respeito, Bomfim e Rudebusch (1997) falam de três canais de desenvolvimento da credibilidade: através dos resultados da política, por meio do comportamento do BC (desenvolver esforços para manter a taxa de inflação o mais próximo do objectivo fixado) e por via da transparência na condução da política monetária.

Refira-se ainda uma última dificuldade. A abordagem de manutenção de reputação de Barro e Gordon (*op. cit.*) tende a privilegiar a personalidade de banqueiros centrais individuais. Mas, como o mesmo banqueiro central não é capaz de se manter em funções durante toda a vida do BC, será fácil pensar-se que a mudança de banqueiro signifique sucessivas perdas e reconstruções da reputação, o que quer dizer que talvez se deva pensar mais em termos do desenvolvimento da reputação da instituição BC, em vez do desenvolvimento da reputação individual.

---

<sup>82</sup> Cukierman (1992, p. 157) sugere que, na medida em que os indivíduos investem recursos na



### ***III.4.3. Modelos de reputação com informação assimétrica***

Num quadro de informação assimétrica, em que o público não conhece os objectivos do BC e, portanto, não se encontra totalmente informado acerca da estratégia do BC dinamicamente consistente para o período, a credibilidade passa a ser uma variável contínua que se relaciona inversamente com o valor absoluto da divergência entre a taxa de expansão monetária planeada pelo BC e a que é esperada pelo público.

Em Barro e Gordon (1983a, b), o sector privado e o BC tinham acesso à mesma informação e o primeiro compreendia e conhecia os incentivos com que se confrontava o BC. Nesse cenário e em discrição, a tentativa deste último em alcançar objectivos reais apenas conduzia a uma taxa de inflação mais elevada.

No entanto, quando se admitem diferenças de informação entre os agentes ou o desconhecimento, por parte destes, de parte da informação relevante, os resultados tornam-se mais ricos, uma vez que estão mais próximos da realidade. A autoridade monetária consegue já criar surpresas de inflação, com efeitos temporários sobre as variáveis reais.

Basicamente, a literatura trata dois tipos gerais de fontes de informação assimétrica. A primeira fonte envolve a situação em que o BC tem informação privada acerca da economia que não é verificável pelo público. Mesmo que a autoridade monetária não possua informação totalmente correcta acerca da economia, é capaz de fazer previsões, que geralmente não são do conhecimento público. E ainda que estas previsões sejam pobres, são relevantes para prever a inflação futura, uma vez que afectam o crescimento monetário escolhido pelo BC. Esta abordagem ficou a dever-se ao trabalho original de Canzoneri (1985). Nesse caso, ao contrário do que acontecia em Barro e Gordon, o público não tem informação suficiente que lhe permita dizer se o BC foi ou não honesto.

A outra fonte de informação assimétrica envolve o desconhecimento, por parte do público, da natureza do decisor de política. Existem duas formas de abordar a informação privada acerca da natureza do BC; uma que diz respeito à capacidade deste em se comprometer; e outra que se prende com a preocupação relativa do decisor por estabilidade de preços vs emprego, i.e., uma abordagem relacionada com os objectivos do

---

monitoração das acções do BC, parece ser mais realista a abordagem do 'processo de aprendizagem'.

BC. Ainda neste caso, pode-se falar em duas situações diferentes, consoante são fixos ou variáveis aqueles objectivos. No que diz respeito à informação privada devida aos objectivos do BC, a questão estará em saber qual o tipo de banqueiro central, sendo este tipo identificado com base nos pesos que atribui à estabilização do produto e ao controlo da inflação na função de perda que está a otimizar. Na literatura que desenvolve este tipo de informação imperfeita, o público tenta descobrir qual a verdadeira identidade do decisor de política, enquanto este tenta iludir o primeiro, imitando o outro tipo de decisor.

#### III.4.3.1. Informação privada do Banco Central: contributos de Canzoneri (1985) e de Cukierman (1992)

Na literatura anterior era sugerido que o equilíbrio de reputação podia servir como um substituto de compromisso e, assim, reduzir o enviesamento inflacionista. Canzoneri (*op. cit.*) mostrou que isso não é bem assim, particularmente quando o BC possui informação privada.

Canzoneri (*op. cit.*) apresentou uma hipótese perfeitamente admissível: O BC possuir vantagem de informação, em termos da previsão de uma perturbação estocástica na procura de moeda<sup>83</sup>. Cukierman (1992) tratou o caso em que o BC possuía vantagem em termos de previsões do nível natural de emprego.

Partindo-se de uma equação da curva de Phillips aumentada de expectativas:

$$(9) \quad u_t = u_{nat} - \frac{1}{1-\beta} (\Delta p_t - E_{t-1} \Delta p_t)$$

fazendo-se  $\beta = 0$ , vem:

$$(22) \quad u_t = u_{nat} - (\Delta p_t - E_{t-1} \Delta p_t)$$

A função de perda a minimizar pelo BC é:

$$(23) \quad L_t = \frac{1}{2} (\Delta p_t)^2 + \frac{\varepsilon}{2} (u_t)^2, \text{ em que } \Delta p^* = u^* = 0, \text{ onde se admite que tanto a}$$

inflação como o desemprego geram desutilidades marginais crescentes.

<sup>83</sup> Na opinião de Canzoneri, a autoridade monetária tem mais facilidade do que o público, no acesso a informação sobre o estado corrente da procura de moeda, embora isso não signifique que a possa prever perfeitamente, não sendo de estranhar a existência de uma diferença entre a taxa de inflação que o BC deseja obter e a que é alcançada, mesmo que seja exercido um controlo perfeito sobre a oferta de moeda.

Junte-se uma equação quantitativa:

(24)  $m_t - p_t = y_{nat} + v_t$ , onde  $m_t$ ,  $p_t$ ,  $y_{nat}$  e  $v_t$  representam, respectivamente em logaritmos, a oferta de moeda nominal, o nível de preços, o produto de equilíbrio ou o correspondente à taxa natural e uma perturbação estocástica que ocorre na procura de moeda.

Em relação a essa perturbação estocástica admite-se que a mesma segue um passeio aleatório, tal que:

$$(25) \quad v_t = v_{t-1} + \delta_t \text{ em que } \delta_t \sim N(0, \sigma_\delta^2).$$

Passando a trabalhar com (24) em diferenças, chega-se à conclusão que:

$$(26) \quad \Delta m_t - \Delta p_t = \Delta v_t \text{ isto é,}$$

$$(27) \quad \Delta m_t - \Delta p_t = \delta_t$$

É sobre este  $\delta_t$  que se evidencia a diferença de informação entre o público e o BC. O público não lhe tem acesso; o BC também não, mas para se aproximar o máximo possível do verdadeiro valor, constrói previsões da seguinte maneira:

(28)  $\delta_t = s_t + \psi_t$ ; aquilo que constitui efectivamente o resultado da previsão é  $s_t$ ;  $\psi_t$  é o erro de previsão cometido pelo BC.

O sector privado forma as suas expectativas  $E_{t-1}\Delta m_t$  com base no conhecimento que tem da função perda do BC e pensando que  $\delta_t = 0$ , uma vez que não conhece a sua previsão. O BC, por seu lado, minimizando a sua função de perda, fixa  $\Delta m_t$  condicionalmente à previsão  $s_t$ .

Neste quadro será difícil sustentar-se um equilíbrio de reputação. Relembre-se que o equilíbrio de estratégia de ‘gatilho’ exigia que o público punisse o BC sempre que ele se desviasse de uma política de baixa inflação. Com informação perfeita, o público pode sempre determinar se o BC se desvia da regra, observando o valor de  $\Delta m_t$ . Com uma desvantagem de informação, o sector privado, ao observar *ex post* um valor elevado para  $\Delta m_t$ , não consegue saber se o BC renegou; este pode sempre argumentar que respondeu apenas a um certo choque na procura de moeda.

Da resolução do problema de optimização do BC, resulta a sua função de reacção às expectativas formadas pelo público:

$$(29) \quad \Delta m_t = \frac{\varepsilon}{1 + \varepsilon} [u_{nat} + E_{t-1}\Delta m_t - E_{t-1}\Delta v_t] + \Delta v_t \quad (\text{Schaling, op. cit., p.46})$$

A função reacção do sector privado é:

$$(30) \quad E_{t-1}\Delta m_t = \varepsilon(u_{nat}) \quad (\text{idem})$$

Será possível no Quadro 2 comparar os resultados da política discricionária obtidos em informação privada com os obtidos em informação simétrica:

**QUADRO 2 – COMPARAÇÃO DE ALGUNS RESULTADOS DO MODELO DE POLÍTICA MONETÁRIA, EM INFORMAÇÃO SIMÉTRICA E PRIVADA**

	Em discricção	
	Informação simétrica (IS)	Informação privada (IP)
Oferta de moeda ( $\Delta m_t$ )	$\varepsilon(u_{nat})^{(a)}$	$\varepsilon(u_{nat}) + s_t$
Inflação ( $\Delta p_t$ )	$\varepsilon(u_{nat}) - \delta_t^{(a)}$	$\varepsilon(u_{nat}) - \psi_t$
Desemprego ( $u_t$ )	$u_{nat} + \delta_t^{(a)}$	$u_{nat} + \psi_t$
Função perda do BC ( $E_{t-1}L_t$ )	$\frac{1+\varepsilon}{2}[\varepsilon(u_{nat})^2 + \sigma_\delta^2]^{(a)}$	$\frac{1+\varepsilon}{2}[\varepsilon(u_{nat})^2 + \sigma_\psi^2]$

<sup>(a)</sup>: Veja-se Schaling (*op. cit.*, p. 47).

Note-se que em informação simétrica e na hipótese de ocorrer uma perturbação na procura de moeda, o BC e o público observam-na nas mesmas condições – ausência de informação privada<sup>84</sup>.

Comparando as duas perdas esperadas, vem:

$$(31) \quad E_{t-1}L_t^{IS} - E_{t-1}L_t^{IP} = E_{t-1}(L_t^{IS} - L_t^{IP}) = \frac{1+\varepsilon}{2}[\sigma_\delta^2 - \sigma_\psi^2]$$

Como  $\sigma_\delta^2 > \sigma_\psi^2$ ,  $E_{t-1}L_t^{IS} - E_{t-1}L_t^{IP} > 0$ , isto é,

$$(32) \quad E_{t-1}L_t^{IS} > E_{t-1}L_t^{IP}.$$

No caso da procura de moeda sofrer perturbações, as perdas esperadas são menores no caso do BC estar em vantagem em relação ao público em termos do conhecimento, ainda que imperfeito, do comportamento da variável económica.

Com informação privada, o BC tem mais flexibilidade para acomodar  $s_t$ , antes que esta perturbação atinja a inflação e o desemprego. No entanto, num ambiente de informação privada, o BC confronta-se com um problema de credibilidade, uma vez que se torna ainda mais difícil ao público acompanhar o comportamento decisório do BC, em matéria de oferta de moeda.

O BC, antes dos contratos de trabalho serem concluídos (e fixados os salários), deseja dar a entender que está comprometido com uma menor inflação óptima. Mas a discrepância entre a inflação que está planeada e a inflação corrente, torna difícil ao público julgar se a inflação foi demasiado elevada porque o BC sobreestimou a procura ou se foi porque deliberadamente tentou alcançar uma taxa de inflação discricionária excessivamente elevada. Há, fundamentalmente, um problema de monitorização da actuação do BC pelo sector privado.

Neste contexto, Canzoneri (*op. cit.*) mostra que ainda assim, pode ser construído um equilíbrio de estratégia de ‘gatilho’, segundo o qual o público assume que o BC renega sempre que o erro da sua previsão é demasiado largo. A conclusão de que o BC tenha renegado cria as condições para o público esperar, para o período seguinte, inflação elevada; isto constitui uma punição para o BC.<sup>85</sup>

Uma solução para este problema deveria envolver a adopção de políticas mais transparentes, com a fixação de objectivos, facilitando o acompanhamento por parte do público.

Cukierman (1992) desenvolveu um modelo em que se exploram as consequências sobre a persistência da inflação, da vantagem de informação que o BC tem em termos de previsões do nível natural de emprego a curto prazo, quando os custos políticos marginais dos desvios em relação ao emprego desejado aumentam com a dimensão desses desvios. Os decisores tendem a produzir taxas elevadas de inflação (de maneira a criar surpresas maiores) quando a taxa natural de desemprego é demasiado elevada. Mas isso conduz a um *trade-off* dinâmico. Se os decisores preverem um desemprego futuro superior ao

---

<sup>84</sup> Todavia, como o sector privado decide em  $(t-1)$ , os salários para o período  $(t)$ , a informação daquela perturbação na procura da moeda já não afectaria a decisão do público na fixação dos salários.

<sup>85</sup> No fundo, como explica Cukierman (1992, p. 225), é como se o público escolhesse uma determinada taxa de inflação limiar e fixasse a sua taxa esperada a um nível baixo, que correspondesse a um equilíbrio de pré-compromisso enquanto a inflação estiver abaixo daquela taxa limiar. Contudo, quando a taxa de inflação ultrapassasse a taxa limiar, o público fixava a sua expectativa numa taxa de inflação discricionária.

desemprego corrente, ficarão melhor se não criarem surpresas de inflação no presente, guardando-se para o futuro. Por outro lado, se acreditarem que o desemprego corrente é mais elevado do que o desemprego que se espera para o futuro, os decisores ficarão melhor se criarem surpresas de inflação. Assim, a capacidade de criar surpresas flutuaria em função das previsões da taxa de desemprego (e das taxas de inflação passadas). O público, tendo consciência da persistência da taxa natural de desemprego e da regra de decisão do BC, interpreta a elevada inflação recente como um sinal de que este previu um desemprego futuro relativamente elevado e de que a inflação vindoura será maior. Por isso, os indivíduos revêem as suas expectativas para maior inflação a curto prazo, ajustando os seus contratos nominais. No período seguinte, os decisores confrontam-se com esses contratos nominais baseados numa taxa de inflação superior. *Ceteris paribus*, isto tende a reduzir o emprego, como refere Cukierman (*op. cit.*).

Os decisores respondem a este efeito adverso no emprego, produzindo inflação a uma taxa maior. De facto, na presença de previsões privadas acerca da fase do ciclo, saltos temporários no emprego são transformados num processo inflacionista persistente.

Devido a este mecanismo de aprendizagem, a capacidade do BC em criar surpresas monetárias futuras diminui com a inflação corrente. Quanto mais elevada for a inflação corrente, maior será a taxa de inflação esperada (expectativas) para o período seguinte e mais custoso é para o BC criar uma surpresa inflacionista. Devido a este efeito, os decisores tentam usar os períodos com desemprego natural relativamente baixo, para reconstruir a sua credibilidade, que será utilizada em períodos de desemprego relativamente elevado, produzindo nessas alturas surpresas de inflação<sup>86</sup>.

---

<sup>86</sup> Desse desenvolvimento de Cukierman (*op. cit.*), salientam-se ainda algumas conclusões: o comportamento da inflação fica a dever-se, em alguma extensão, ao comportamento do emprego natural; a persistência na inflação tende a ser maior em discricção do que sob regras; finalmente, a inflação comporta-se em contra-ciclo quando a política é discricionária.

### III.4.3.2. Incerteza acerca do tipo de Banco Central

Briault, *et al.* (1996) duvidam da vantagem de informação económica que o BC possa ter. Na sua opinião, a única coisa em que as autoridades monetárias podem possuir vantagem de informação é acerca das suas próprias preferências.

A identificação da natureza do BC pode ser feita, com se disse, de duas maneiras: ou em termos dos objectivos que prossegue, ou em termos da sua capacidade em se comprometer. Pode-se levantar algumas objecções à possibilidade da incerteza residir no desconhecimento das preferências do BC, se se pensar que os seus elementos nomeados representam as preferências dos eleitores. No entanto, os objectivos do BC podem ser apenas o reflexo de pressões políticas, diferentes das preferências sociais.

Backus e Driffill (1985a), numa análise da reputação baseada no conceito de equilíbrio sequencial de Kreps e Wilson (1982a)<sup>87</sup> para um jogo repetido finito, estenderam o modelo de Barro e Gordon (1983a), ao caso em que o público desconhecia as preferências do BC, i.e., a preocupação relativa do BC pela estabilidade de preços e pelo produto,  $\varepsilon$ . É aqui que reside a informação assimétrica: quando o BC anunciasse a sua preocupação em lutar contra a inflação, o público desconhecia se isso era realmente verdade, ou se era apenas uma maneira de manipular as suas expectativas. O simples anúncio de uma inflação nula (ou baixa) não seria credível.

Admita-se novamente a curva de Phillips aumentada de expectativas:

$$(9) \quad u_t = u_{nat} - \frac{1}{1-\beta} (\Delta p_t - E_{t-1} \Delta p_t)$$

Num horizonte temporal de dois períodos, o BC minimiza a sua função perda:

$$(33) \quad \sum_{t=1}^2 q^{t-1} \left[ \frac{1}{2} (\Delta p_t)^2 + \varepsilon(u_t) \right]$$

O desconhecimento por parte do público do valor do  $\varepsilon$ , conduz a admitir-se dois tipos de BC, diferentes com respeito às suas preferências de estabilidade dos preços. Assim, o BC pode ser: ‘wet’ (W), com  $\varepsilon > 0$ , ou ‘hard-nosed’ (HN), com  $\varepsilon = 0$ , significando este último tipo, que o BC se encontrava comprometido irrevogavelmente com uma política de inflação nula.

<sup>87</sup> De maneira a evitar os problemas de equilíbrios múltiplos de reputação, que se verificavam em Barro e Gordon (1983a).

De início, o sector privado atribui, no período ( $t$ ), uma probabilidade de  $x_t$  ( $t=1,2$ ) ao acontecimento do BC ser HN; e de  $(1-x_t)$  ao acontecimento do BC ser W.

Ao observarem a política monetária em ( $t = 1$ ), o público vai aprendendo algo acerca do valor verdadeiro de  $\varepsilon$ , revendo as suas expectativas (e o valor da reputação) segundo a regra bayesiana. Isto é:

$$(34) \quad x_2 = P(HN|\Delta p_1) = \frac{x_1 P(\Delta p_1|HN)}{P(\Delta p_1)}. \quad \text{O valor de } x_2 \text{ medirá a reputação do BC.}$$

A credibilidade, sendo definida pela probabilidade do BC ser HN (o BC não ter incentivos para inflacionar), é uma variável de estado.

No período ( $t = 1$ ), a decisão do BC podia ser uma de duas:

$$\text{Ou (a) } \Delta p_1 = 0 \quad \text{ou} \quad \text{(b) } \Delta p_1 = \frac{\varepsilon}{1-\beta}.$$

A decisão (a) do BC pode reflectir exactamente aquilo que ele é, ou pode simplesmente constituir uma maneira de um BC W estar a tentar imitar o HN, enganando o público, de maneira a manter ou a aumentar a sua reputação (O BC tem capacidade para manipular a sua reputação). Sendo a probabilidade, em  $t$ , de um BC W estar a tentar imitar um HN:  $\mu_t = P(\Delta p_t = 0|\varepsilon > 0)$ , a decisão (a) implicará:

$$(a.1) \quad x_2 = \frac{x_1}{x_1 + \mu_1(1-x_1)}$$

A decisão (b) implicará:

$$(b.1) \quad x_2 = 0, \text{ uma vez que } P(\Delta p_1|HN) = 0; \text{ a reputação seria destruída. Nesse caso,}$$

a inflação esperada pelo público seria:

$$(b.2) \quad E_{t-1}\Delta p_t = (1-\mu_t)(1-x_t)\frac{\varepsilon}{1-\beta}, \text{ donde quanto maior é } x_t, \text{ menor é a inflação}$$

esperada. E tal como é referido por Schaling (*op. cit.*, p. 38), um aumento da reputação do BC, no período ( $t = 2$ ),  $x_2$ , reduz as expectativas de inflação que, por sua vez, reduzem o desemprego.

Fala-se, portanto, de um *trade-off* entre os custos de longo prazo da perda da reputação e os benefícios de curto prazo decorrentes da inflação.<sup>88</sup> E daí resulta que a reputação pode

<sup>88</sup> Schaling (*op. cit.*, p. 38), apresenta este *trade-off*, em termos dos conceitos de 'tentação' e de 'punição' de Barro e Gordon (1983b).

sustentar uma política monetária de baixa inflação, mesmo no caso em que o horizonte temporal é finito.

A análise de Backus e Driffill (1985a) aponta para os benefícios que advêm do Governo nomear um governador para o BC que seja conhecido como de elevada reputação na luta contra a inflação, mesmo que ainda atribua alguma importância à estabilização do emprego<sup>89</sup>. Os autores também concluem que a política discricionária é dinamicamente consistente.

Os mesmos autores num outro artigo (Backus e Driffill, 1985b) vão mais longe, ao admitirem que existem dois tipos de BC (forte e fraco)<sup>90</sup> e dois tipos de público (também, forte e fraco). ‘Público forte’ é o que espera sempre inflação, ou melhor, é o que deseja sempre aumentos dos salários nominais. O BC acredita que o sector privado poderá comprometer-se com expectativas de inflação elevadas. O equilíbrio envolveria uma recessão no início do horizonte temporal, enquanto o BC mantivesse a inflação em zero e o sector privado persistisse com expectativas de inflação elevada (fixação de salários nominais elevados). Durante o jogo, assistir-se-ia a um processo de aprendizagem bayesiana das duas partes até ser resolvida a incerteza acerca dos comportamentos do decisor e do sector privado. Com a evolução do jogo, as reputações iam também evoluindo, sendo que a reputação de cada uma das partes era tanto maior, quanto maior fosse a probabilidade dessa parte ceder e não o fizesse.

Walsh (1998) aponta um defeito ao modelo de Backus e Driffill (1985a) que tem a haver com o facto do comportamento do BC *hard-nosed* (HN) ser sempre o mesmo; talvez tivesse vantagem em transmitir ao público que ele realmente é HN, ou pelo menos, tentar diferenciar-se do outro tipo. Uma maneira de o fazer seria anunciar um objectivo em termos de taxa de inflação (nula) e depois construir a sua credibilidade, cumprindo com o seu anúncio, muito embora Cukierman e Liviatan (1991) defendam que uma taxa de inflação baixa nunca é totalmente credível, pelo que os BCs fixam geralmente taxas de inflação positivas. Isto porque, caso o público esperasse uma taxa de inflação positiva

---

<sup>89</sup> “(...) the analysis suggests that governments may try to appoint central bankers with reputations for fighting inflation, even if their own preferences place positive weight on employment. By doing so they minimize the costs associated with uncertainty about policy (...) and with the credibility problem wet governments have with noninflationary policies. Autonomous central banks thus act as a precommitment device which may help to make noninflationary policies more credible and less costly” (Backus e Driffill, 1985a, p. 537).

<sup>90</sup> Forte ou ‘hard-nosed’; fraco ou ‘wet’.

(dado que as verdadeiras intenções do BC eram desconhecidas), mesmo um BC *HN* podia sentir necessidade de acomodar parcialmente estas expectativas; caso contrário, produziria uma recessão.

Walsh (1997b) relacionou o poder disciplinador do mercado sobre as decisões de política monetária. No seu modelo, incorporou as expectativas correntes de inflação futura numa equação da oferta agregada e assumiu que essas expectativas (*forward-looking*) de inflação futura se ajustariam imediatamente às decisões de política. As expectativas seriam importantes para o público uma vez que, à semelhança de Backus e Driffill (1985), desconheceria o tipo de BC.

O ajustamento imediato referido afectaria os incentivos com que o BC se confrontasse na tomada de decisões de política monetária. Por meio deste mecanismo de expectativas, era a reacção do mercado que se constituía como um obstáculo a um comportamento oportunista por parte do BC (que se concretiza na adopção de uma taxa de inflação discricionária).

#### **III.4.3.3. A hipótese dos objectivos variáveis e a ambiguidade na política monetária**

O modelo de Backus e Driffill (1985a) apenas admitia dois tipos possíveis de BC. Nesse caso, a reputação, uma vez destruída, não podia ser reconstruída.

A possibilidade da variabilidade dos objectivos do decisor foi levantada por Cukierman e Meltzer (1986). O tipo de decisor não assumia dois valores apenas; em vez disso, variava ( $\varepsilon$  variava estocasticamente com o tempo, podendo assumir um número infinito de valores), evidenciando-se alguma persistência nos seus objectivos. Isso permitia um processo de aprendizagem pelo público que, observando as políticas anteriores, tentava inferir acerca da política futura. No entanto, com a consideração de um erro de controlo monetário, cujo valor não era do conhecimento do público, este não conseguia fazer inferências perfeitas, uma vez que o crescimento monetário verificado em períodos anteriores reflectia duas componentes: o efeito das decisões próprias do BC e o efeito de erros de controlo monetário transitórios. Por isso, uma fraca credibilidade poderia persistir durante muito tempo.

Neste modelo, basicamente, a base da informação imperfeita é a vantagem do decisor sobre o público devido à variabilidade dos seus objectivos e ao controlo imperfeito da oferta monetária por parte do BC.

A credibilidade poderá ser medida em termos da velocidade com que o sector privado reconhece alterações efectivadas nos objectivos do decisor de política podendo, por isso, ser passível de parametrização como uma variável contínua, cuja trajetória temporal e leis de movimento dependem das características subjacentes à função objectivo do BC e da qualidade do controlo monetário.

Admite-se que os objectivos do BC apresentam uma certa persistência. Por outras palavras, a sua aversão relativa ao desemprego varia de uma forma correlacionada temporalmente, isto é:

(35)  $\varepsilon_t = \bar{\varepsilon} + e_t$ , onde  $\bar{\varepsilon}$  é um valor constante conhecido por todos;  $e_t$ , apenas do conhecimento do BC, é especificado como um processo de Markov de primeira ordem, com um coeficiente autorregressivo positivo:

$$(36) \quad e_t = \rho(e_{t-1}) + v_t^e, \quad 0 < \rho < 1 \quad \text{e} \quad v_t^e \sim N(0, \sigma_v^2)$$

Note-se que o facto de  $v^e$  seguir uma distribuição normal é sintoma de que existe uma probabilidade muito forte dos objectivos variarem de montantes muito pequenos.

A persistência torna possível que os indivíduos tentem ver nos resultados de política anteriores algo que lhes permita prever a política futura.

No que diz respeito ao crescimento monetário, é introduzida uma componente de erro (ou imprecisão) no controlo monetário,  $\varphi$ . Assim,

$$(37) \quad \Delta m_t = \Delta m_t^D + \varphi_t, \quad \varphi_t \sim N(0, \sigma_\varphi^2),$$

i.e., a taxa de crescimento monetário corrente verificada iguala a taxa de crescimento monetário planeada adicionada de um erro aleatório de controlo. A variância  $\sigma_\varphi^2$  é do conhecimento geral, assim como  $\sigma_v^2$ . Todavia,  $\varphi_t$  do período  $t$  não é conhecido pelo público. Por isso e ainda que este forme as suas expectativas racionalmente, não consegue distinguir perfeitamente entre alterações persistentes na fixação dos instrumentos de política dos desvios de controlo transitórios. Como consequência, uma credibilidade baixa pode persistir durante algum tempo, em decorrência de uma alteração dos objectivos do BC.

Admita-se a habitual curva de Phillips aumentada de expectativas:

$$(9) \quad u_t = u_{nat} - \frac{1}{1-\beta} (\Delta p_t - E_{t-1} \Delta p_t)$$

Fazendo-se  $\Delta p_t = \Delta m_t$  e assumindo-se um declive da curva unitário ( $\beta = 0$ ), vem:

(38)  $u_t = u_{nat} - (\Delta m_t - E_{t-1} \Delta m_t)$ , significando que o desemprego se desvia do seu nível natural à custa de expansão monetária não antecipada.

Num horizonte temporal infinito, o BC deseja minimizar<sup>91</sup>:

$$(39) \quad E_0 \sum_{t=0}^{\infty} q^t \left[ \frac{1}{2} (\Delta m_t)^2 + \varepsilon_t(u_t) \right].$$

Note-se que aqui  $\varepsilon_t$  depende do tempo, podendo assumir um número infinito de valores. O BC sabe muito bem a importância relativa que atribui à estabilização do emprego; o público conhece a estrutura da regra de decisão, mas desconhece o  $\varepsilon_t$ , facto que o conduz a observar a trajectória do crescimento monetário passado, de maneira a inferir acerca do verdadeiro valor de  $\varepsilon_t$ . Note-se, contudo, que as inferências não são perfeitas, uma vez que o crescimento monetário corrente reflecte o planeado pelo BC e também os desvios de controlo transitórios, daí resultando para o público, a já referida confusão entre alterações persistentes nos objectivos e erros de controlo transitórios.

O sector privado acreditará, embora não observe directamente, que a solução do BC para o seu problema de minimização é uma função linear de  $\bar{\varepsilon}$  e de  $e_t$ , da seguinte forma<sup>92</sup>:

(40)  $\Delta m_t^D = A_0 \bar{\varepsilon} + A_1 e_t$ , em que  $A_0$  e  $A_1$  são duas constantes conhecidas que, segundo Cukierman e Meltzer, dependem dos parâmetros subjacentes à função objectivo do BC.

Mas o que de facto, o público observa para os períodos anteriores é:

$$(41) \quad \Delta m_j = A_0 \bar{\varepsilon} + A_1 e_j + \varphi_j, \quad j \leq t-1.$$

que é um indicador pouco certo de  $\Delta m_t^D$ , por causa da existência de um erro de controlo. Como  $\Delta m_t$  apresenta algum grau de persistência, os valores passados do

<sup>91</sup> Será de interesse referir que em Barro e Gordon (1983b), a função objectivo do decisor é interpretada como a função de bem estar social, enquanto que em Cukierman e Meltzer (1986), aquela resulta da tentativa do decisor de extrair suporte político e social para as suas políticas.

<sup>92</sup> Cukierman e Meltzer (1986, p. 1105).

crescimento monetário são relevantes para prever a taxa de expansão monetária futura. E, tal como é apresentado em Cukierman e Meltzer (*op. cit.*, p. 1106), o previsor óptimo do crescimento monetário futuro ajusta-se gradualmente às variações verificadas no crescimento monetário observado, como:

$$(42) \quad E_{t-1} \Delta m_t = \sum_{j=0}^{\infty} \lambda^j \left( (1-\rho) A_0 \bar{\varepsilon} + (\rho - \lambda) \Delta m_{t-1-j} \right), \quad 0 < \lambda < 1,$$

em que:

$$(43) \quad \lambda \equiv \frac{1}{2} \left[ \frac{1+a}{\rho} + \rho \right] - \sqrt{\frac{1}{4} \left( \frac{1+a}{\rho} + \rho^2 \right) - 1}, \quad a \equiv (A_1)^2 \frac{\sigma_v^2}{\sigma_\varphi^2}$$

(Cukierman e Meltzer, 1986, p. 1105)

Daqui se depreende que o crescimento monetário esperado é explicado através de um modelo DL geométrico<sup>93</sup>, com pesos decrescentes, das médias ponderadas do crescimento monetário médio não condicional ( $A_0 \bar{\varepsilon}$ ) e das taxas de crescimento monetário observadas no passado ( $\Delta m_{t-1-j}$ ).

A credibilidade assume valores tanto (relativamente) mais pequenos quanto mais tempo levar o público a reconhecer uma alteração nos objectivos do BC. O parâmetro  $\lambda$  mede o grau de lentidão nas expectativas. Um aumento de  $\lambda$  significa um aumento do tempo que leva o público a reconhecer alteração nos objectivos do BC, uma vez que aumenta a memória dos agentes privados, sendo atribuída menor importância relativa aos desenvolvimentos mais recentes no ajustamento das expectativas, ao mesmo tempo que o público esquece as políticas passadas, mais lentamente, o que indicia uma menor credibilidade inicial da alteração dos objectivos do decisor.

O parâmetro  $\lambda$  é um determinante importante da credibilidade do BC, dependendo do grau de persistência nos objectivos do BC ( $\rho$ ), do declive da curva de Phillips de curto prazo, da precisão do controlo monetário ( $\sigma_\varphi^2$ ) e do grau de instabilidade nos objectivos

<sup>93</sup> Modelo D.L. – ‘Distributed Lag model’, é um modelo em que uma variável depende dos valores corrente e desfasado de uma variável independente. O modelo D.L. geométrico é normalmente utilizado como um modelo de acumulação de informação, particularmente para o caso em que o passado mais recente recebe o maior peso no processo e a influência das observações passadas se vão dissolvendo uniformemente com o passar do tempo.

( $\sigma_v^2$ ). Cukierman e Meltzer (*op. cit.*, p. 1109) referem ser possível provar que  $\lambda$  é uma função decrescente de  $\sigma_v^2$  e crescente de  $\sigma_\varphi^2$ .

Assim, a credibilidade será tanto menor (maior) quanto menor (maior) for a precisão do controlo monetário e mais estáveis (instáveis) forem os objectivos do BC (cf. Cukierman e Meltzer, 1986, p. 1099). E devido à assimetria na informação e ao facto do público apresentar alguma lentidão na compreensão da alteração dos objectivos do decisor, uma regra de taxa de crescimento monetário nulo não permitiria obter necessariamente o melhor resultado para o BC<sup>94</sup>.

Com base neste quadro de aprendizagem com as políticas passadas, o público realiza os seus contratos de trabalho para o período seguinte, fixando um certo salário.

O BC, assumindo como um dado esse salário fixado, planeia a taxa de crescimento monetário, maximizando a sua função objectivo. Da resolução do seu problema resulta uma regra de decisão discricionária, onde  $\Delta m_t^D$  depende de  $\bar{\varepsilon}$  e de  $e_t$ :

$$(44) \quad \Delta m_t^D = \left( \frac{1 - q\rho}{1 - q\lambda} \right) (\bar{\varepsilon}) + \left( \frac{1 - q\rho^2}{1 - q\rho\lambda} \right) (e_t) \quad (\text{Cukierman e Meltzer, 1986, p. 1107})$$

Na economia, quando o erro de controlo monetário se efectiva, é determinada a taxa de expansão monetária que se vem, de facto, a verificar e que, segundo Cukierman e Meltzer (1986, p. 1109) é:

$$(45) \quad \Delta m_t = \left( \frac{1 - q\rho}{1 - q\lambda} \right) (\bar{\varepsilon}) + \left( \frac{1 - q\rho^2}{1 - q\rho\lambda} \right) (e_t) + \varphi_t$$

\*

Para além deste tipo de situação em que o público nunca obtinha directamente informação acerca da importância relativa que o BC atribuiu aos objectivos emprego e inflação nos períodos anteriores, Cukierman (1992)<sup>95</sup> tratou a situação em que uma qualquer alteração nos objectivos era revelada com total precisão, dois períodos a seguir àquele em que tivesse ocorrido. Neste caso, as conclusões são mais ou menos as mesmas,

<sup>94</sup> Relembre-se que em Kydland e Prescott (1977) e em Barro e Gordon (1983a) se o decisor se pudesse comprometer com uma regra, a sua política seria credível em todos os períodos, conduzindo a um melhor resultado do que em discricção.

<sup>95</sup> Os capítulos 9 e 10 de Cukierman (1992) constituem referência importante no estudo da reputação na presença de informação assimétrica.

pese embora o facto da confusão gerada no sector privado, entre alterações persistentes dos objectivos e erros de controlo transitórios durar pouco tempo, dada a revelação da alteração apenas com um atraso de dois períodos.

Cukierman (*op. cit.*) retira nesse quadro, algumas conclusões.

Para as mesmas realizações dos objectivos do BC e erros de controlo, a expansão monetária com informação assimétrica nunca é maior do que em informação simétrica e quase sempre é estritamente menor<sup>96</sup>. Ou seja, o enviesamento inflacionista médio sob informação assimétrica nunca é maior do que o enviesamento sob informação simétrica<sup>97</sup>.

Ainda comparando uma situação de informação simétrica com uma de informação assimétrica, é possível concluir que apesar do facto da incerteza da inflação ser maior em informação assimétrica, a sua variabilidade é, nesse ambiente, menor<sup>98</sup>.

\*

Como se viu, a variação de  $\sigma_{\varphi}^2$  tem efeitos sobre a velocidade com que o público toma consciência de alterações verificadas nos objectivos do BC. Assim, a eventual manipulação de  $\sigma_{\varphi}^2$  por parte do BC influencia o valor médio dos benefícios das surpresas monetárias. Quando se deixa de pensar em  $\sigma_{\varphi}^2$  como um parâmetro tecnológico e estático e se pensa na possibilidade do BC o influenciar, afectando a velocidade com que o público reconhece alterações nos seus objectivos, parece razoável admitir-se que o decisor escolha um certo nível politicamente óptimo de ambiguidade na condução da política monetária, embora à maior ambiguidade corresponda perda de credibilidade, mas maior flexibilidade para reduzir o desemprego com surpresas de inflação<sup>99</sup>.

---

<sup>96</sup> Cukierman (*op. cit.*, p. 174).

<sup>97</sup> Se  $q = 1$  e  $\rho \rightarrow 1$ , o enviesamento inflacionista tende a desaparecer. Isso significa que, com um horizonte temporal suficientemente longo e uma suficiente persistência nos objectivos, as considerações de reputação que operam sob informação assimétrica eliminam praticamente o enviesamento inflacionista discricionário. (Cukierman, 1992, *op. cit.*, p. 196).

<sup>98</sup> Ver Cukierman (*op. cit.*, p. 175).

<sup>99</sup> Essencialmente, como sugere Cukierman (1992, p. 215), com uma aprendizagem imperfeita e gradual, o BC tem algum controlo sobre a distribuição das surpresas monetárias no tempo. Uma aprendizagem mais lenta por parte do público representa uma vantagem para os objectivos do BC em períodos nos quais se encontra relativamente mais preocupado com o emprego; todavia, constitui uma desvantagem naqueles períodos em que o BC se encontra mais preocupado com a estabilidade dos preços, onde será preferível o estabelecimento rápido da credibilidade, que exige um processo de aprendizagem rápida por parte do sector privado.

O nível politicamente óptimo de ambiguidade deverá ser escolhido de maneira a encontrar-se um equilíbrio entre a perda (ganho) de credibilidade e o ganho (perda) de flexibilidade. Note-se que o nível a escolher não será necessariamente o nível mínimo: se o problema da credibilidade é relativamente mais forte que a necessidade de flexibilidade na condução da política monetária, o BC deverá ser mais transparente e aberto e *vice versa*.

A respeito desta mesma matéria, Eijffinger, Hoerberichts e Schaling (1997) tratam aquela ambiguidade como ‘sigilo’, que referem ser uma característica importante das instituições monetárias centrais. A escolha de maior ou menor ‘sigilo’ ou a ocultação de informação por parte do BC, estará efectivamente dependente da extensão em que o problema de credibilidade da política se revela e da necessidade relativa de maior flexibilidade. No artigo em questão, os autores admitem um quadro semelhante ao apresentado por Cukierman e Meltzer (*op. cit.*). O sector privado, que fixa os salários nominais, embora conheça o regime monetário em média, não consegue antecipar os choques aleatórios que ocorrem nas preferências do BC, uma vez que têm lugar após a realização dos contratos de trabalho<sup>100</sup>. Ainda assim, a variância desses choques é do conhecimento do público, constituindo isso o ponto de partida para a formação das suas expectativas. E, enquanto que em Cukierman e Meltzer (*op. cit.*), se admitiam erros de controlo monetário, em Eijffinger, Hoerberichts e Schaling (1997), fala-se da ocorrência de choques de produtividade, após a formação das expectativas pelo público, mas antes da escolha da política monetária pelo BC.

Os autores mostram que a referida incerteza conduz a um maior enviesamento inflacionista e a uma maior variância da inflação. No entanto, contrariamente a alguma literatura anterior, a incerteza acerca das preferências do BC não conduz necessariamente a uma perda de bem estar social; pelo contrário, a incerteza da política monetária pode ter sobre o produto um efeito estabilizador positivo, estando este dependente da variância dos choques de produtividade<sup>101</sup>.

---

<sup>100</sup> Será ainda oportuno referir que, ao contrário do que acontecia em Cukierman e Meltzer (*op. cit.*), aqui os objectivos do BC não apresentam persistência.

<sup>101</sup> Se a variância dos choques de produtividade é suficientemente grande, a incerteza acerca das preferências do BC conduz a uma menor variância do produto. A razão para este efeito contra-intuitivo é a de que a reacção esperada da autoridade monetária a um choque de produtividade é tanto maior, quanto maior é a incerteza de política monetária. (Eijffinger, Hoerberichts e Schaling, 1997, p. 10). Assim, a

Actualmente, tem-se assistido a um movimento em direcção a maior transparência por parte dos BCs<sup>102</sup>, através do qual estão voluntariamente a abdicar de um meio de camuflar as surpresas de inflação (Briault, *et al.*, 1996, p. 37), favorecendo a criação de meios de responsabilização, o que pode compensar elevados níveis de independência do BC.

#### **III.4.3.4. Incerteza quanto à capacidade do BC em assumir compromissos**

A informação imperfeita pode residir no desconhecimento do público quanto à capacidade do BC em se comprometer. Por exemplo, quando a autoridade monetária anuncia certos objectivos monetários, ainda que o faça com elevada transparência, o público fica na incerteza acerca da seriedade de tais anúncios.

Quando aos decisores é atribuída, com certeza, falta de capacidade em se comprometerem com anúncios feitos, a taxa de inflação é superior ao nível socialmente óptimo, dada a inconsistência dinâmica das políticas óptimas, já referida em páginas anteriores deste trabalho. Na situação em que os decisores são capazes de comprometer as suas acções com algum anúncio, o problema desaparece, na medida em que desse compromisso resultam inflação e expectativas de inflação aos seus níveis óptimos baixos.

Na hipótese do público não estar informado perfeitamente acerca da capacidade do BC em se comprometer e de se estar a trabalhar com um horizonte temporal finito, aquele problema reaparece, como sugeriu Barro (1986). Nesse contexto, os anúncios de política não são totalmente credíveis, (uma vez que podem ser feitos por um decisor que na realidade não se consegue comprometer), embora não sejam totalmente ignorados, pois podem ter sido feitos por decisores que realmente são capazes de se comprometer com anúncios.

Barro (1986) admitiu dois tipos de decisor: um (tipo I) que era capaz de se comprometer, vinculando-se a uma regra de inflação nula; e outro (tipo II) que, não se conseguindo comprometer, optimizava a sua função objectivo em cada período. À

---

incerteza da política monetária pode ser benéfica para o bem estar da sociedade, porque a variância do produto pode ser reduzida.

<sup>102</sup> Veja-se, por exemplo, o esforço demonstrado pelo *Bank of England*. Também Walsh (1996b) defende a incorporação do anúncio da taxa de inflação (como objectivo) ao nível dos Estatutos do BC.

semelhança de Backus e Driffill (1985a), o público através de um processo de aprendizagem, observando os valores de política passada, ia tentando inferir acerca do tipo de BC.

Em Barro (*op. cit.*), a reputação identifica-se com a probabilidade, atribuída pelo sector privado, de o decisor ser do tipo I. Essa probabilidade, cujo valor inicial ( $\alpha_0$ ) era do conhecimento geral, evoluiria ao longo do horizonte temporal finito, por influência das acções de política passadas. Desse facto resultaria a preocupação do decisor tipo II, em ocultar a sua verdadeira identidade e tentar construir uma certa reputação, imitando o comportamento do decisor tipo I<sup>103</sup>. No entanto, à medida que se aproximava o fim do horizonte temporal, o decisor tipo II era cada vez mais susceptível de reverter para a taxa de inflação discricionária, subóptima, revelando a sua identidade. O problema de credibilidade só emergia no fim do horizonte temporal.

Para certos valores de  $\alpha_0$ <sup>104</sup>, existiria um intervalo de tempo, durante o qual as expectativas de inflação seriam maiores, embora o BC continuasse a escolher uma inflação nula. Daí resultaria um certo período de tempo caracterizado por inflação corrente surpreendentemente baixa, que se poderia revelar numa recessão. Daqui resultavam duas coisas importantes: os esforços do BC não seriam bem sucedidos na redução das expectativas de inflação, posto que a inflação esperada mantinha-se a um nível constante<sup>105</sup>. Para além disso, o decisor tipo I continuava a aderir a uma inflação nula, o que parece pouco razoável e inconsistente com alguns exemplos práticos<sup>106</sup>.

Cukierman e Liviatan (1991) apresentaram a resolução para este problema, prevendo-se que o decisor forte (tipo I) reagisse de forma óptima às expectativas adversas e que o grau de acomodação às expectativas pelo BC dependesse da sua credibilidade. Neste contexto, uma inflação nula seria óptima apenas com uma credibilidade completa.

---

<sup>103</sup> A reputação disciplinaria o decisor tipo II a produzir uma inflação nula, mantendo viva a ideia de se tratar do decisor tipo I e das expectativas de inflação ficarem a um nível baixo.

<sup>104</sup> Enquanto a taxa de desconto temporal ( $r$ ) for positiva e menor que 1 e, para além disso,  $\alpha_0 < (1+r)/2$ .

<sup>105</sup> Barro (1986, p. 17).

<sup>106</sup> “At the applied level, we often observe that in disinflation programs even dependable policymakers compromise their ideal targets of full stability in order to avoid excessive costs in terms of unemployment. At the theoretical level, the adherence by the dependable policymaker to a zero-inflation target is deficient because it does not enable him to strike the right balance between the advantages of low inflation and the social cost generated by credibility problems”, (Cukierman e Liviatan, 1991, p. 100).

Cukierman e Liviatan (*op. cit.*) assumiram que existem dois tipos de BCs, D (*Dependable*) e 'W' (*Weak*), que diferem na sua capacidade em se comprometerem. O tipo 'D' compromete-se, enquanto 'W' não é capaz. O facto do BC 'D' ser capaz de se comprometer não é suficiente para eliminar o enviesamento inflacionista da política. Para o conseguir, essa sua capacidade teria que ser completamente reconhecida pelo público (credibilidade total). No entanto, se o público atribuir alguma probabilidade inicial ( $\alpha$ ) ao acontecimento do BC ser 'W', os anúncios do BC 'D' deixam de ser totalmente credíveis. Por causa disso, um BC tipo 'D' pode concluir ser óptimo anunciar não uma taxa de inflação nula, que seria escolhida no caso de credibilidade perfeita, mas uma taxa positiva entre zero e a taxa discricionária, acomodando as expectativas<sup>107</sup>.

Para mostrar os efeitos sobre a inflação da incerteza do público quanto à capacidade de compromisso do BC que esteja em funções, os autores utilizaram um modelo de dois períodos ( $t = 1, 2$ ), em que a função objectivo dos dois tipos de BC era a mesma.

A actuação do decisor no primeiro período veicularia informação acerca da sua identidade. Por isso, na escolha de uma certa inflação em  $t=1$ , o decisor 'fraco' entraria em conta com o efeito da sua decisão sobre a sua reputação em  $t=2$ . Assim, embora no último período produzisse uma taxa de inflação discricionária, no primeiro período, a sua escolha estaria dependente da comparação entre o benefício decorrente da taxa discricionária em  $t=1$  (em vez de imitar o BC 'D') e o custo que isso lhe provocasse por ser revelado como decisor 'W' no início de  $t=2$ . Caso o benefício fosse superior ao custo, o BC 'W' revelava a sua identidade ao produzir uma taxa de inflação diferente do anúncio feito, gerando-se um '*separating equilibrium*'; caso o benefício fosse inferior ao custo, o BC 'W' emitava o tipo 'D', gerando-se um '*pooling equilibrium*', em que não havia separação entre os dois decisores, até ao último momento do jogo<sup>108</sup>. O resultado daquela comparação estaria dependente de dois factores importantes, nomeadamente do factor de desconto temporal ( $q$ ) comum aos dois tipos de decisores e da probabilidade  $\alpha$ , sendo que o '*separating*

---

<sup>107</sup> Este resultado é diferente do obtido por Vickers (1986) em que, admitindo-se a imperfeição da informação quanto à natureza do BC que se observa na ênfase dada pelo BC aos objectivos inflação e desemprego, o decisor 'forte' inflacionaria a uma taxa menor do que a taxa discricionária de informação perfeita, com o objectivo de separar-se do decisor 'fraco'. Por outras palavras, um decisor que desejasse lutar contra a inflação deveria enveredar por políticas recessivas de forma a sinalizar a sua verdadeira identidade a um público informado imperfeitamente.

*equilibrium*’ ocorreria caso o público atribuísse um valor muito elevado à probabilidade inicial do decisor ser do tipo ‘D’<sup>109</sup>.

A lição que se poderá retirar do contributo de Cukierman e Liviatan é que, essencialmente, a sombra de um BC ‘W’ (fraco) induz o BC ‘D’ (forte) a ajustar o seu comportamento em direcção ao do decisor ‘fraco’, sendo tanto mais próximo do do BC ‘fraco’ quanto menor é a reputação inicial dos decisores. Em particular, quando a reputação se torna muito pequena, os decisores ‘fortes’ tendem a produzir uma taxa de inflação quase tão alta como a escolhida pelo decisor ‘fraco’. Mas, a necessidade de estabelecer a sua reputação não conduz o decisor forte a sacrificar a economia com recessão.

\*

A literatura tem sustentado que a falta de credibilidade tem algumas implicações sobre o desenho de instituições. Em primeiro lugar, torna desejável a delegação da política monetária num decisor de política independente. Em segundo lugar, torna desejável restringir as funções do decisor a uma variável específica, tal como a inflação, a oferta de moeda, ou a taxa de câmbio.

Como uma das formas para se obter credibilidade, advoga-se a delegação estratégica da política a um BC independente e ‘conservador’. Esse assunto será objecto de tratamento na próxima secção.

### **III.5. Preferências, Objectivos e grau de ‘conservadorismo’ do BC**

Embora se tenha confundido um pouco o Governo com o BC, parece razoável considerá-los separados, uma vez que podem ter preferências diferentes. Aliás, uma

---

<sup>108</sup> Cukierman e Liviatan (1991) falam ainda da situação de *‘mixed-strategies equilibrium*’, que ocorre quando o decisor ‘W’, não escolhendo a regra anunciada ou a taxa de inflação positiva discricionária, opta por uma combinação entre os dois. Nesta situação, poderá não existir separação mesmo no último período.

<sup>109</sup> A complementar esta análise de dois períodos, os autores também pensaram em termos de vários períodos. Nesse caso, seria possível assistir-se a um período inicial de *‘pooling equilibrium*’, (durante o qual os dois tipos de decisores anunciariam, cumprindo, uma taxa de inflação nula), seguido de um período caracterizado por uma aleatoriedade no comportamento do decisor ‘W’, que terminaria apenas no último período do horizonte temporal.

alternativa para a resolução do enviesamento inflacionista incide directamente sobre as preferências particulares do BC. Basicamente, a abordagem legislativa para o alcance da estabilidade dos preços estará relacionada com as possíveis diferenças entre o BC e o Governo (que representa as preferências da sociedade, porque eleito por esta).

Cukierman (1992, p. 349) dá conta de duas fontes de diferenças entre o BC e o Governo. Uma relaciona-se com as diferenças entre os dois ao nível da taxa de preferência temporal. Por várias razões, os agentes do BC são normalmente mais ‘conservadores’ e têm uma visão mais longa do processo político<sup>110</sup>.

A outra fonte de diferenças prende-se com o facto do BC atribuir ao objectivo da estabilização da inflação um maior peso do que é atribuído pelo Governo (ou sociedade) e, desta forma, ser mais ‘conservador’ do que as autoridades políticas<sup>111</sup>.

### ***III.5.1. Escolha de agentes ‘conservadores’ para o BC***

Rogoff (1985) foi o primeiro a analisar explicitamente a questão das preferências óptimas do governador do BC, indicando uma solução de terceiro óptimo para o problema do enviesamento inflacionista: na presença de distorções no mercado de trabalho, a sociedade (principal) ficará numa melhor posição se escolher, para governador do BC, um agente relativamente ‘conservador’, no sentido deste atribuir uma maior importância

---

<sup>110</sup> Nota-se uma certa tendência para um Governo quando é substituído, o ser por outro que atribui mais importância a objectivos diferentes do Governo anterior. Isto tende a encurtar o horizonte de planeamento efectivo das autoridades políticas, dando pouca importância ao longo prazo. Por outro lado, a taxa temporal do BC tende a ser menor que a das autoridades políticas, i.e., este tende a pesar mais fortemente o futuro.

<sup>111</sup> “... governments especially have a natural propensity to resort to monetary expansion. This may reflect the potential short-run electoral gains from economic stimulation, the incentives to reduce debt-service payments, the temptation to impose the (hidden) inflation tax, and, to the extent that different members of society are affected differently by inflation and unemployment, the particular ideological position of the government. (...) In contrast to this, central bankers have typically been regarded as having a positive bias against monetary expansion and as willing to implement monetary policies tied to much longer-run considerations, even if these are politically costly for the government in the short run. This may be due, in part, to a greater degree of objectivity on matters relating to economic policy associated with an apolitical institution. It may also reflect the natural desire for monetary stability and low inflation on the part of the financial community from which the central bank derives much of its power.” (Blackburn and Christensen, 1989, pp. 31 e 32).

relativa ao objectivo da inflação do que a atribuída pela sociedade<sup>112</sup>. Um banqueiro central deste tipo reduziria a taxa de inflação credível (temporalmente consistente)<sup>113</sup>.

Esta proposta constitui um dos pontos básicos de defesa do estabelecimento de um BC independente, com um mandato claro pela estabilidade dos preços<sup>114</sup>.

O modelo admitia duas partes da economia: por um lado, a sociedade (ou um sindicato), cujas preferências podiam estar a ser representadas pelo Governo eleito; por outro lado, um BC. Para cada período, a sociedade escolheria o salário nominal, com base no conhecimento que tinha do regime monetário doméstico.

A sequência de acontecimentos seria a seguinte<sup>115</sup>:

Período (t-1)		Período (t)		
Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3	Etapa 4	Etapa 5
Designação de um agente 'conservador' para o BC	Fixação dos salários nominais	Ocorrência do choque da oferta agregada	Fixação, pelo BC, da política monetária	Determinação do nível de emprego

Assim, admita-se que em  $t-1$ , a sociedade (principal) designa um agente para assumir, em  $t$ , as funções de governador do BC. Ainda naquele período, os salários nominais são fixados com base num certo estado de expectativas, formadas sem conhecimento do choque aleatório da oferta agregada, que ocorre em  $t$ . Na sequência desse choque, em  $t$ , segue-se uma resposta por parte do BC. O desemprego é finalmente determinado.

<sup>112</sup> Embora este resultado tenha sido derivado para uma economia na qual a política orçamental se assumia insensível a alterações no regime da política monetária, Alesina e Tabellini (1987) demonstraram que aquele resultado também se mantinha válido para o caso em que a política orçamental era endógena.

<sup>113</sup> É de referir que para além de Rogoff (*op. cit.*), já Thompson (1981) tinha proposto a designação de um banqueiro central 'conservador'.

<sup>114</sup> Ainda que recentemente se assista na literatura à diminuição da importância do 'conservadorismo' do governador do BC, Herrendorf e Lockwood (1996) advogam que a escolha ótima de objectivos para um BC independente é susceptível de pressupor a escolha de um grau ótimo de 'conservadorismo'. Também Svensson (1997d) mostrou que, num ambiente em que o produto da economia apresente persistência, se o outro instrumento de delegação do Governo é um objectivo de inflação contingente no estado, será desejável um BC com algum grau de 'conservadorismo'.

<sup>115</sup> A parte analítica que se segue baseia-se em Eijffinger e Schaling (1995a); Eijffinger, Hoerberichts e Schaling (1995) e em Eijffinger e Hoerberichts (1996).

A função de perda da sociedade pode representar-se, como já se tem vindo a fazer<sup>116</sup>, através de:

$$(46) \quad L_t = \frac{1}{2}(\Delta p_t)^2 + \frac{\varepsilon}{2}(u_t)^2$$

onde  $0 < \varepsilon < \infty$  é o peso relativo atribuído nas preferências da sociedade à estabilização do desemprego. É desejo do Governo a minimização desta função.

Como defende Rogoff (*op. cit.*), a sociedade ficará melhor se delegar a política monetária num agente com algum grau de ‘conservadorismo’. O grau de ‘conservadorismo’,  $d$ , é o peso relativo adicional que o agente atribui à estabilização dos preços, na sua função de perda. Desta forma, esta poderá assumir a forma de:

$$(47) \quad I_t = \frac{1+d}{2}(\Delta p_t)^2 + \frac{\varepsilon}{2}(u_t)^2, \text{ sendo que um valor } d > 0 \text{ significa que o agente é 'conservador' (em termos de peso).}$$

O agente minimiza aquela função de perda, sujeita à curva de Phillips:

$$(48) \quad u_t = u_{nat} - \frac{1}{1-\beta}(\Delta p_t - E_{t-1}\Delta p_t + s_t), \text{ onde } s_t \text{ representa um choque da oferta}$$

agregada, sendo:  $s_t = v_t^s$  em que  $v_t^s \sim N(0, \sigma_s^2)$ .

O conhecimento da ocorrência deste choque constituiria informação privada do BC.

Tal como está escrita, esta curva de Phillips aumentada de expectativas, significa que o desemprego só se desvia da sua taxa de equilíbrio pela ocorrência de choques não antecipados na inflação e na oferta agregada.

Substituindo a curva de Phillips na função perda do agente ‘conservador’, obtém-se:

$$(49) \quad I_t = \frac{1+d}{2}(\Delta p_t)^2 + \frac{\varepsilon}{2} \left[ u_{nat} - \frac{1}{1-\beta} \Delta p_t + \frac{1}{1-\beta} E_{t-1} \Delta p_t - \frac{1}{1-\beta} s_t \right]^2$$

Fazendo  $\partial I_t / \partial \Delta p_t = 0$ , obtém-se a função de reacção do BC às expectativas formadas pela sociedade (incorporadas nos salários nominais fixados) e ao choque da oferta agregada:

$$(50) \quad \Delta p_t^j = \frac{\varepsilon(1-\beta)}{(1-\beta)^2(1+d)+\varepsilon} u_{nat} + \frac{\varepsilon}{(1-\beta)^2(1+d)+\varepsilon} E_{t-1} \Delta p_t^j - \frac{\varepsilon}{(1-\beta)^2(1+d)+\varepsilon} s_t$$

<sup>116</sup> Note-se que nesta função de perda, está-se a admitir que a perda marginal é uma função crescente com as taxas de inflação e de desemprego. Daí os dois termos quadráticos, na função perda.

O índice superior, ( $^I$ ), em  $p_t$ , quer significar que se está em presença de um BC ‘conservador’. Tirando-se expectativas condicionais à informação disponível em  $(t-1)$ , obtém-se a função de reacção da sociedade:

$$(51) \quad E_{t-1} \Delta p_t^I = \frac{\varepsilon}{(1-\beta)(1+d)} u_{nat}$$

Daqui resultam a inflação e a taxa de desemprego:

$$(52) \quad \Delta p_t^I = \frac{\varepsilon}{(1-\beta)(1+d)} u_{nat} - \frac{\varepsilon}{(1-\beta)^2(1+d) + \varepsilon} s_t \quad (\text{obtida por substituição de (51) em (50)}).$$

$$(53) \quad u_t^I = u_{nat} - \frac{(1-\beta)(1+d)}{(1-\beta)^2(1+d) + \varepsilon} s_t \quad (\text{obtida por substituição de (51) e (52) em (48)}).$$

Este é o resultado do jogo entre a sociedade (ou sindicato) e o BC, para um dado grau de ‘conservadorismo’,  $d$ , que implica um menor enviesamento inflacionista e uma menor variância da inflação:

$$(54) \quad Var(\Delta p_t) = \left( \frac{\varepsilon \left( \frac{1}{1-\beta} \right)^2}{1+d + \varepsilon \left( \frac{1}{1-\beta} \right)^2} \right)^2 \cdot \sigma_s^2 = \left( \frac{1}{\frac{(1+d)(1-\beta)^2}{\varepsilon} + 1} \right)^2 \cdot \sigma_s^2.$$

No entanto, esta proposta de Rogoff (*op. cit.*) apresentava custos, uma vez que podia resultar em flutuações excessivas do produto<sup>117</sup>.

Do aumento do grau de ‘conservadorismo’ do BC resultam dois efeitos: por um lado, menor inflação média, pelo que se torna óptimo a designação de um agente ‘conservador’; e, por outro, menor capacidade de estabilização do produto, o que incentiva à limitação do grau de ‘conservadorismo’ atribuído ao agente designado para o BC. Há aqui um *trade-off* entre credibilidade e flexibilidade.

Esse *trade-off* pode ser ilustrado por via da variância do produto, como fazem Eijffinger e Hoerberichts (1996):

<sup>117</sup> Alesina e Gatti (1995), considerando um ambiente político caracterizado por dois partidos com preferências diferentes em matéria de inflação e desemprego, referem uma possível fonte de variabilidade do produto: incerteza acerca da política futura, devida à incerteza acerca dos resultados eleitorais. Nesse contexto, o efeito final da atribuição de independência ao BC sobre a variabilidade do produto seria ambíguo.

$$(55) \quad \left[ \frac{\left( \frac{1}{1-\beta} \right) (1+d)^2}{1+d + \varepsilon \left( \frac{1}{1-\beta} \right)^2} \right]^2 \cdot \sigma_s^2, \text{ que é uma função crescente com } d.$$

Rogoff (*op. cit.*) concluiu que  $0 < d^* < \infty$ , não assumindo um valor infinito. Um aumento de  $d$ , embora melhore a credibilidade, provocará um aumento da variância do produto (piores resultados em termos de estabilização), i.e., em termos de flexibilidade. Se o banqueiro central fosse caracterizado por um  $d$  infinito, a sociedade poderia reduzir a taxa de inflação para o seu nível socialmente óptimo. No entanto, a autoridade monetária ficaria a responder inadequadamente aos eventuais choques da oferta, cujas consequências seriam notórias ao nível do desemprego. Por outro lado, ao reduzir o valor de  $d$ , a sociedade alcançava um ganho de estabilização de primeira ordem com um custo de inflação de segunda ordem. Há, assim, um *trade-off* claro.

Como será o nível de bem estar da sociedade na presença de um BC ‘conservador’?

Calcule-se o valor esperado da função perda social, quando o BC é ‘conservador’. Assim, substituindo-se as expressões (52) e (53) na função perda da sociedade (46), obtém-se:

$$(56) \quad E_{t-1} L_t^l = \frac{1}{2} E_{t-1} (\Delta p_t)^2 + \frac{\varepsilon}{2} E_{t-1} (u_{nat})^2.$$

Desenvolvendo, vem:

$$(57) \quad E_{t-1} L_t^l = \frac{1}{2} \varepsilon (u_{nat})^2 + \frac{\varepsilon^2}{2(1-\beta)^2(1+d)^2} (u_{nat})^2 + \frac{\varepsilon [(1+d)^2(1-\beta)^2 + \varepsilon]}{2[(1+d)(1-\beta)^2 + \varepsilon]^2} \sigma_s^2$$

Seria óptimo designar um banqueiro central que fosse mais ‘conservador’ na inflação do que a própria sociedade, mas que não fosse ‘ultra conservador’ (o grau de ‘conservadorismo’ deve ser finito), de modo a preservar alguns dos benefícios da estabilização<sup>118</sup>. Esta solução defendida por Rogoff (1985) exigia que o banqueiro central e os seus colaboradores próximos fossem independentes do Governo, ideia esta também

<sup>118</sup> Apesar das críticas que se podem levantar à perda de flexibilidade conhecida na solução de Rogoff (*op. cit.*), Faust (1994) mostrou que essa solução poderá melhorar efectivamente o bem estar social, se a maioria dos eleitores forem detentores líquidos de dívida pública.

sublinhada por Persson e Tabellini (1994, p.16)<sup>119</sup>. Mas que grau de independência deverá ser atribuído? Quem controlará as acções do BC, que pode esquecer o bem estar da sociedade? A primeira questão implica pensar-se na determinação do nível óptimo de independência e de ‘conservadorismo’ do BC, assunto a que se voltará mais à frente. Em relação à segunda questão, Alesina (1988), por exemplo, refere que num contexto em que existam dois partidos políticos, poderia ser criado um comité bi-partidário a quem seria atribuída a supervisão da actividade do BC. Só que, até que ponto essa supervisão (e responsabilização) não entraria em conflito com a independência? Estas questões também serão objecto de tratamento posterior neste trabalho.

### ***III.5.2. Algumas críticas e extensões ao contributo de Rogoff (1985)***

McCallum (1995a), em crítica à solução de Rogoff, refere que é inadequado presumir simplesmente que o BC se comporta de uma maneira discricionária. O que era necessário para evitar o enviesamento inflacionista era que da parte do BC houvesse um reconhecimento da futilidade em continuar a explorar as expectativas do público.

Uma outra crítica que se aponta muitas vezes à solução preconizada por Rogoff (1985) reside na dificuldade de se conhecer com certeza a personalidade e preferências ‘conservadoras’ do agente designado para governador do BC. Por outro lado, a concentração da atenção num ambiente de economia fechada limita as conclusões. Assim, Currie, *et al.* (1995) desenvolveram alguns aspectos relacionados com o jogo da delegação da política monetária, num ambiente de economia aberta; primeiro considerando dois países e, de seguida, n países. Nesse trabalho são comparados eventuais estruturas ou regimes de condução da política monetária, que se diferenciam em termos do tipo de compromisso das autoridades monetárias. Fundamentalmente, os autores mostram que se os choques da oferta forem suficientemente correlacionados entre os países, a delegação a agentes ‘conservadores’ pode ser contraproducente<sup>120</sup>, no sentido de que sem cooperação

---

<sup>119</sup> Nota-se aqui talvez alguma preocupação em diferenciar entre BC ‘conservador’ e BC independente, tal como referido no início deste trabalho.

<sup>120</sup> Estes resultados não são diferentes dos obtidos por Laskar (1989). Este defendeu que a avaliação do efeito sobre o bem estar dos países, da delegação da política monetária a banqueiros centrais

entre os BCs dos vários países, essa delegação resultaria num bem estar menor quando comparado com a situação de governadores de BCs representativos (que adoptavam a verdadeira função de bem estar social, baseada nas preferências do eleitor mediano). Note-se que a cooperação entre países na escolha de agentes para os BCs resulta na designação de banqueiros centrais menos ‘conservadores’ do que na ausência de cooperação<sup>121</sup>. Os autores referem ainda que, com choques correlacionados e com um grande número de países, poderá ser socialmente desejável ter banqueiros ‘anti-conservadores’, i.e., banqueiros cujo objectivo seja a minimização de uma função de perda de bem estar, onde o peso atribuído à estabilização do produto é maior do que o atribuído pelo próprio eleitor mediano.

De acordo com Pina (1998), as conclusões em termos das preferências do banqueiro central podem ser efectivamente diferentes das de Rogoff (*op. cit.*), num contexto de economia aberta. O autor apresenta um modelo de uma União Monetária, prevendo-se vários países, correspondentes governos e políticas orçamentais (que podem ou não coordenar-se) e um BC comum. Numa situação de coordenação das políticas orçamentais, o BC óptimo é um BC ‘conservador’. Todavia, na ausência de coordenação das políticas orçamentais, o BC pode assumir uma certa variedade de preferências, podendo mesmo ser desejável um BC ‘anti-conservador’<sup>122</sup>.

Em matéria do efeito da incorporação de persistência no desemprego, sobre os resultados de Rogoff (*op. cit.*), este foi trabalhado por Lockwood, Miller e Zhang (1994). Com persistência, as consequências do estabelecimento de um BC ‘conservador’ são mais complexas, sublinhando-se que um aumento na persistência pode aumentar ou reduzir o grau de ‘conservadorismo’ exigido ao banqueiro central.

Rogoff (*op. cit.*), no fundo, examinou a escolha de um governador para o BC feita por um eleitor mediano, num quadro em que os salários eram fixados apenas para um período. Levine e Pearlman (1994), estenderam essa análise ao caso em que os salários

---

‘conservadores’ estaria dependente da simetria ou assimetria dos choques que atingissem as economias em consideração.

<sup>121</sup> A diferença de ‘conservadorismo’ depende dos choques da oferta serem simétricos ou assimétricos. (Currie, *et al.*, *op. cit.*, p. 37).

<sup>122</sup> As conclusões dos trabalhos de Currie *et al.* (*op. cit.*) e de Pina (*op. cit.*) são importantes no cenário actual da constituição de um Sistema Europeu de Bancos Centrais, que inclui os BCs nacionais e um BCE comum.

apresentavam alguma rigidez, uma vez que eram fixados para dois períodos. Nesse caso, a neutralidade que se conhecia à política monetária antecipada deixava de ser verdade e a política de estabilização passaria a ter importância (mesmo que fosse completamente antecipada). Os autores, para além de obterem resultados similares aos de Rogoff (*op. cit.*), mostram que as características do mercado de trabalho têm implicações quanto à escolha de um governador óptimo para o BC. O grau de ‘conservadorismo’ do BC será tanto maior quanto maior for a rigidez dos salários reais e nominais, e quanto mais ‘conservador’ se mostrar o eleitor mediano. E a própria indexação dos salários reais poderá conduzir a um BC com um maior grau de ‘conservadorismo’.

### III.5.3. Independência e ‘conservadorismo’ no Banco Central

Rogoff (*op. cit.*) definiu o grau de independência do BC através do grau de ‘conservadorismo’,  $d$ , do agente escolhido, enquanto que em Lohmann (1992), a independência é definida por via do custo político do Governo ultrapassar as decisões do banqueiro central. Ainda a este respeito, Eijffinger e Schaling (1995b, p. 7) referem-se a  $d$  como sendo uma medida da independência política do BC. Quanto maior for o  $d$ , maior é o nível de independência política do BC. Por outro lado, Eijffinger e Hoerberichts (1996) distinguem independência do BC, de ‘conservadorismo’, de tal maneira que dão conta acerca de um *trade-off* entre os dois atributos, como se verá<sup>123</sup>.

Seguindo a apresentação destes últimos, a expressão anterior (57) pode sair enriquecida, como se verá à frente.

Eijffinger e Hoerberichts (*op. cit.*) definem ‘independência’ como a extensão em que a política monetária é determinada sem interferência do Governo. Seria, então, legítimo considerar uma função perda ( $M_t$ ) que determinaria efectivamente a política monetária e que seria obtida como uma média ponderada das funções de perda da sociedade e de um banqueiro central ‘conservador’. Assim,

(58)  $M_t = \phi \cdot I_t + (1 - \phi) L_t$ , onde  $\phi$  designa o grau de independência do BC que satisfaz a condição:  $0 < \phi < 1$ .

<sup>123</sup> Enquanto o grau de ‘conservadorismo’ se refere ao peso relativo atribuído ao objectivo de estabilidade de preços pelo agente, o grau de independência é definido em termos da extensão em que a política monetária é determinada sem interferência do Governo, como se viu no início deste trabalho.

O grau de independência legal,  $\phi$ , de um BC é medido através de índices legais que reflectem os estatutos e as leis orgânicas dos vários BCs. O grau de ‘conservadorismo’ poderá ser fixado pelo próprio BC (será um parâmetro resultante de uma avaliação feita às preferências do agente designado para o BC).

A expressão anterior, ao ser desenvolvida, por inclusão das expressões das funções de perda da sociedade e do agente ‘conservador’, dá lugar a:

$$(59) \quad M_t = \frac{1}{2}(1 + \phi d)(\Delta p_t)^2 + \frac{1}{2}\varepsilon(u_t)^2.$$

Assim, a perda de bem estar social esperada, na presença de um BC independente e ‘conservador’ pode ser decomposta em quatro termos<sup>124</sup>:

(57')

$$E_{t-1}L_t^I = \left[ \frac{\varepsilon^2 \left(\frac{1}{1-\beta}\right) (u_{nat})^2}{2(1 + \phi d)^2} \right] + \left[ \frac{\left(\frac{1}{1-\beta}\right)^4 (\varepsilon^2)}{2 \left(1 + \phi d + \left(\frac{1}{1-\beta}\right)^2 (\varepsilon)\right)^2} \sigma_s^2 \right] + \left[ \frac{1}{2} (\varepsilon) (u_{nat})^2 \right] + \left[ \frac{\left(\frac{1}{1-\beta}\right)^2 (1 + \phi d)^2 (\varepsilon)}{2 \left(1 + \phi d + \left(\frac{1}{1-\beta}\right)^2 (\varepsilon)\right)^2} \sigma_s^2 \right]$$

O primeiro termo representará a perda devida ao enviesamento inflacionista, que pode ser reduzido tornando-se o BC mais independente ou mais ‘conservador’.

O segundo termo mede o sucesso do BC em manter os preços constantes, que pode também ser reduzido da mesma maneira que a primeira componente da expressão.

A terceira componente representa a perda líquida devida à taxa natural de desemprego ser positiva, decorrente das distorções ao nível do mercado de trabalho. Isto não pode ser reduzido por via da política monetária.

A quarta componente é a parte relacionada com a estabilização do produto. Aumenta quando o BC se torna mais independente ou ‘conservador’.

<sup>124</sup> Cf. Eijffinger e Hoeberichts (1996, p. 5).

### III.5.3.1. Relação entre ‘conservadorismo’ e independência

O grau ótimo conjunto de ‘conservadorismo’ e de independência,  $(\phi d)^*$  é o valor para  $(\phi d)$  que minimiza o valor esperado da função de perda da sociedade, na presença de um BC ‘conservador’ e independente,  $E_{t-1}L'_t$ .

Assim,  $(\phi d)^*$  é tal que:

$$(60) \quad \frac{\partial(E_{t-1}L'_t)}{\partial(\phi d)} = \frac{-(\varepsilon)^2(u_{nat})^2}{(1-\beta)^2(1+\phi d)^3} + \frac{(\varepsilon)^2(\sigma_s^2)(\phi d)(1-\beta)^2}{[(1+\phi d)(1-\beta)^2 + \varepsilon]^3} = 0$$

Como o primeiro termo é negativo, um aumento de  $(\phi d)$  reduz a componente de credibilidade na função de perda (aumento de credibilidade). O segundo termo, que é positivo, representa o efeito marginal de uma variação dos níveis de independência e de ‘conservadorismo’,  $(\phi d)$ , sobre a componente de flexibilidade na função de perda, sendo que um aumento de  $(\phi d)$  resulta numa perda de flexibilidade. Está novamente aqui patente o *trade-off* entre flexibilidade e credibilidade.

Como se vê, dado o tratamento conjunto de  $\phi$  e  $d$ , será possível a manutenção de  $(\phi d)$  a um nível constante, desde que se varie os valores dos dois graus, de forma compensada e em sentido contrário. Daí, Eijffinger e Hoeberichts (1996) falarem de um *trade-off* entre independência e ‘conservadorismo’. Um BC independente podia sempre ser menos ‘conservador’ do que um BC dependente. E o grau ótimo de ‘conservadorismo’ deverá ser interpretado como o grau de discricção (flexibilidade) na política monetária que pode ser suportado pelo BC: quanto menor for o grau ótimo de ‘conservadorismo’ do BC, maior será o grau de discricção que pode suportar na implementação da política monetária (Eijffinger e Hoeberichts, *op. cit.*, p. 10).

### III.5.4. Determinação do grau ótimo de independência e ‘conservadorismo’ do Banco Central

No sentido de calcular o grau ótimo de independência e de ‘conservadorismo’ do agente a designar para banqueiro central, alguns esforços foram desenvolvidos por

Eijffinger e Schaling (1995); Eijffinger, Hoerberichts e Schaling (1995) e Eijffinger e Hoerberichts (1996), com a aplicação de um método gráfico.

Os dois primeiros artigos trataram do problema da determinação do grau óptimo de ‘conservadorismo’. O terceiro introduziu a distinção entre independência e ‘conservadorismo’, pelo que, ao resolver a condição de primeira ordem (60), seria determinado  $\phi d^*$ .

A expressão (60) poderá ser escrita como:

$$(61) \quad (\phi d) = \frac{[(1 + \phi d)(1 - \beta)^2 + \varepsilon]^3 (u_{nat})^2}{(\sigma_s^2)(1 - \beta)^4(1 + \phi d)^3} \equiv F(\phi d)$$

À semelhança de Eijffinger e Schaling (1995), é possível mostrar que:

$$(62) \quad F(0) = \frac{[(1 - \beta)^2 + \varepsilon]^3 (u_{nat})^2}{(\sigma_s^2)(1 - \beta)^4} > 0, \quad \lim_{(\phi d) \rightarrow \infty} F(\phi d) = \frac{(1 - \beta)^2 (u_{nat})^2}{(\sigma_s^2)} \text{ e que}$$

$$(63) \quad \frac{(1 - \beta)^2 (u_{nat})^2}{(\sigma_s^2)} < (\phi d)^* < \frac{[(1 - \beta)^2 + \varepsilon]^3 (u_{nat})^2}{(\sigma_s^2)(1 - \beta)^4}$$

Seja ainda definida a função:  $G(\phi d) \equiv (\phi d)$ .

A representação geométrica destas duas funções,  $F(\phi d)$  e  $G(\phi d)$ , permite concluir que existe um ponto de intersecção entre elas a um nível de  $(\phi d) > 0$ . Esse ponto de intersecção define o ponto óptimo. E esse ponto de óptimo,  $(\phi d)^*$  é único<sup>125</sup>.

Por via da resolução da condição de primeira ordem (60), Eijffinger, Hoerberichts e Schaling (1995) derivaram uma solução em forma fechada para o grau óptimo de ‘conservadorismo’. Assim, foram capazes de identificar os factores de ordem económica e política que afectariam o valor óptimo de ‘conservadorismo’ e de independência do BC.

Na resolução da condição de primeira ordem, chega-se à seguinte equação:

$$(64) \quad \left( A^2 + \frac{3D}{2}A + \frac{Z^* + D^2}{2} \right)^2 = \left( A \sqrt{Z^* + \frac{1}{4}D^2} + \frac{\frac{3}{2}DZ^* + \frac{1}{2}D^3 - \frac{D^2\sigma_s^2}{(u_{nat})^2}}{\sqrt{4Z^* + D^2}} \right)^2$$

em que:

<sup>125</sup> Esta afirmação é verdadeira por analogia ao cálculo para o  $d$  óptimo (em Eijffinger e Schaling, 1995, p. 11).

$$(65) \quad A = \frac{\varepsilon}{1 + (\phi d)}, \quad D = (1 - \beta)^2, \quad Z^* = Y^* - D^2, \text{ onde } Y^* \text{ é o valor óptimo para}$$

uma variável auxiliar tomada pelos autores na resolução do problema. (Eijffinger, Hoerberichts e Schaling, *op. cit.*, pp. 11 e 12).

A equação (64) pode ser decomposta em duas equações quadráticas, admitindo cada uma delas duas soluções reais e complexas.

Os autores mostram que a solução  $(\phi d)^*$  vai depender de  $A^*$  e de  $\varepsilon$ :

$$(66) \quad (\phi d)^* = \frac{\varepsilon}{A^*} - 1$$

A solução obtida peca pela sua complexidade. Por isso, para se identificar a maneira como alguns factores económicos e políticos afectam o nível conjunto óptimo de ‘conservadorismo’ e de independência do BC, recorre-se a uma abordagem gráfica.

As variáveis exógenas que afectam  $(\phi d)^*$ , são:  $\varepsilon, u_{nat}, \sigma_s^2$  e  $\frac{1}{1 - \beta}$ .

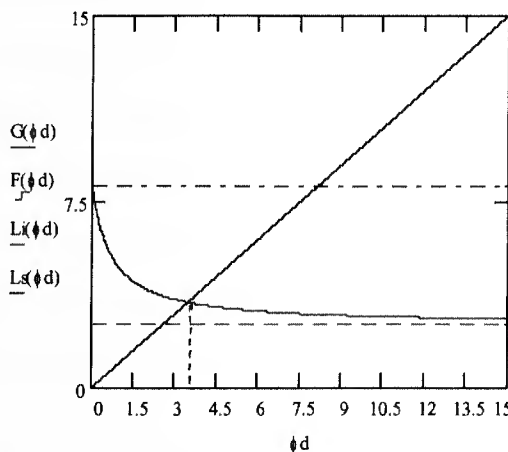
Na figura seguinte, são representadas quatro linhas:  $F(\phi d)$ ;  $G(\phi d)$ ;  $Li(\phi d)$  e  $Ls(\phi d)$ .

As últimas duas linhas são as assíntotas da função  $F(\phi d)$ , e que se definem por:

$$(67) \quad Ls(\phi d) \equiv F(0)$$

$$(68) \quad Li(\phi d) \equiv \lim_{(\phi d) \rightarrow \infty} F(\phi d).$$

FIGURA 1 – DETERMINAÇÃO GEOMÉTRICA DO GRAU ÓPTIMO DE INDEPENDÊNCIA E ‘CONSERVADORISMO’ DO BANCO CENTRAL



$$(\phi d)^* = 3.456, \quad Li(\phi d) = 2.56 \quad \text{e} \quad Ls(\phi d) = 8.111$$

Note-se que em  $F(\phi d)$  se está a admitir certos valores para as variáveis<sup>126</sup>:

$$\beta = 0.2; \quad \varepsilon = 0.3; \quad \sigma_s^2 = 0.0625; \quad u_{nat} = 0.5$$

O valor óptimo para o grau conjunto de ‘conservadorismo’ e de independência será encontrado na intersecção das linhas  $F(\phi d)$  e  $G(\phi d)$ .

### ***III.5.5. Objectivos do BC contingentes ao estado da economia e a independência parcial de Lohmann (1992)***

Canzoneri (1985) referiu-se ao modelo de Rogoff (1985) como um modelo demasiado estável para explicar alguns episódios de quebras inflacionistas e deflacionistas.

Como que numa resposta a essa limitação, o modelo apresentado por Flood e Isard (1989) previa já esses saltos descontínuos na taxa de inflação. Estes autores propuseram que os objectivos do BC pudessem ser contingentes ao estado da economia. Assim, o BC deveria seguir uma regra de inflação nula, em ‘tempos normais’ e desviar-se dela quando ocorressem choques do produto. Propunha-se como que um regime misto de regra simples de inflação nula e discricção na condução da política monetária. O desvio em ‘tempos não normais’ da regra, implicava para o BC um aumento da sua função de perda. Lohmann (1990) mostra que o nível óptimo de compromisso com uma regra estaria dependente da distribuição de probabilidade do eventual choque da oferta, para além de ser função do peso atribuído pelo BC ao objectivo de estabilização do emprego e ainda do nível a que se situasse a taxa natural de desemprego.

Em outro artigo, Lohmann (1992), conjugou as propostas de Flood e Isard (*op. cit.*) e de Rogoff (*op. cit.*). Recorde-se que em Barro e Gordon (1983b), as autoridades monetárias podiam eliminar o enviesamento inflacionista se se comprometessem, de forma credível, com uma regra (de inflação nula). Nesse caso, perdiam a possibilidade de reagir a choques eventuais na economia. O desejável, apesar de pouco admissível, seria obter uma regra óptima contingente ao estado da economia, que permitisse manter a flexibilidade para estabilizar a economia. Ora, Rogoff (*op. cit.*) admitiu que o governador

<sup>126</sup> Não se atendeu a nenhuma razão especial para a fixação dos valores das variáveis que foram admitidos no cálculo.

do BC fosse completamente independente, não podendo as suas decisões ser ultrapassadas. Isso deveria conduzir a perdas substanciais no bem estar da sociedade, quando ocorressem choques de produtividade. A resposta a esta limitação surgiu com Lohmann (*op. cit.*).

Lohmann (*op. cit.*) considerou o caso em que a política monetária fosse delegada a um banqueiro central conservador parcialmente independente. Parcialmente independente, porque o Governo podia ultrapassar as decisões do BC<sup>127</sup>. Será oportuno distinguir Rogoff e Lohmann, no que diz respeito à maneira como definem a ‘independência’ nos seus modelos. Em Rogoff, será o grau de ‘conservadorismo’ do agente designado para governador do BC que define o grau de independência; em Lohmann, será o custo político de ultrapassar as decisões do BC. Este custo político acaba por ser o preço a pagar pelo Governo por tentar afectar directamente a função de perda do BC.

No artigo de Lohmann (*op. cit.*) foi definido o quadro seguinte: o Governo escolhia um agente ‘conservador’ para assumir funções como governador do BC, em quem delegava a decisão e a implementação da política monetária. Ao mesmo tempo que lhe atribuía independência, retinha a possibilidade de ultrapassar as suas decisões incorrendo num certo custo (positivo, mas finito e decidido pelo próprio Governo). A natureza deste custo seria determinada pelas instituições políticas da sociedade. Depois dessa determinação, seria possível implementar uma política de equilíbrio caracterizada da seguinte maneira: o BC fixaria a taxa de inflação, de forma independente, em estados normais da economia, i.e., enquanto o valor do choque estivesse compreendido entre dois valores de referência,  $s_0 < s < s_1$ <sup>128</sup>; porém, em situações extremas, em que o valor do choque se situasse fora do intervalo considerado, sob a ameaça da actuação do Governo (quando o ganho potencial da estabilização do produto fosse particularmente elevado e, portanto, os benefícios fossem superiores aos custos de ultrapassar as decisões do BC), seria implementada uma política discricionária não linear, cedendo às pressões do Governo<sup>129</sup>, recorde-se, para não

---

<sup>127</sup> A opção de ultrapassagem do BC pelo Governo poderia envolver o despedimento do governador.

<sup>128</sup> A amplitude deste intervalo (correspondente a uma situação de independência) seria tanto maior (e menor seria a taxa de inflação média temporalmente consistente), quanto maior fosse o custo em que o Governo incorresse ao ultrapassar a decisão do BC.

<sup>129</sup> Blackburn e Christensen (1989) referem que os BCs, ainda que independentes do Governo, têm que fazer algumas concessões se desejam manter a sua aparente autonomia.

ser ultrapassado nas suas decisões<sup>130</sup>. Note-se que, efectivamente, em equilíbrio, o Governo nunca ultrapassaria as decisões do BC.

Esta forma de instituição de um banqueiro central conservador, parcialmente independente, dominaria uma série de outras possibilidades: discricção; compromisso completo com uma regra de inflação nula; solução avançada por Flood e Isard (1989); e o estabelecimento de um banqueiro central conservador, totalmente independente, (Lohmann, *op. cit.*, p. 280).

Lossani, Natale e Tirelli (1996), num quadro semelhante aos de Rogoff (*op. cit.*) e de Lohmann (*op. cit.*), argumentam que uma maior independência deverá reduzir a inflação, mas sem aumentar a variabilidade do produto.

Apesar destes resultados favoráveis, é razoável levantar-se algumas críticas e questões a que o artigo não deu resposta. Em primeiro lugar, a solução de Lohmann (*op. cit.*) não elimina completamente o *trade-off* entre credibilidade e flexibilidade. Em segundo lugar, talvez seja difícil prever as ‘cláusulas de escape’ *a priori*. Em terceiro lugar, se o Governo tem a opção de ultrapassar o BC, porque razão não a usa sempre, para obter os resultados de política que deseja alcançar e que estão em conflito com os defendidos pelo BC? Para além disso, quem realmente designa o BC? Em Rogoff (*op. cit.*) e em Lohmann (*op. cit.*), a sociedade é homogénea e não existe desacordo em termos do tratamento dado ao problema da inflação pelo BC, o que na realidade não é bem assim.

Respondendo mais ou menos ao terceiro grupo de questões, Moser (1997) desenvolveu o modelo de Lohmann (*op. cit.*), pressupondo que existiriam dois decisores de política que tinham capacidade de votar e vetar a delegação da política monetária a um BC independente e avesso à inflação, não sendo considerados custos de ultrapassagem das decisões deste, mas sim custos associados ao esforço de encontrar acordo entre os dois decisores quanto a delegar ou não a política monetária. Moser (*op. cit.*) conclui que os dois decisores só vão estar de acordo em delegar se tiverem preferências diferentes com respeito aos pesos atribuídos ao produto e à inflação, mas não forem muito afastados. No quadro definido em Moser (*op. cit.*), a remoção da independência tem custos; exige que os dois decisores estejam de acordo e que nenhum deles vete a decisão do outro.

---

<sup>130</sup> Quanto mais elevado fosse o choque do produto, maior seria a pressão exercida pelo Governo sobre o BC.

Num cenário de uma sociedade heterogénea, Waller (1992a) refere que poderá não ser óptimo escolher um banqueiro central ‘conservador’. O autor admite duas partes da sociedade, mais particularmente, dois sectores da economia que são diferentes basicamente porque contratam trabalho de maneira diferente; um segundo uma abordagem clássica e outro de forma não clássica, apesar de possuírem as mesmas preferências com respeito à inflação e à estabilização do produto<sup>131</sup>. Embora a escolha de um banqueiro central seja perspectivada de forma socialmente óptima, cada sector vai preferir um tipo diferente de BC, devido ao facto da ocorrência de choques afectar cada um deles de maneira diferente. A incidência dos choques da oferta agregada sobre o sector dominado por contratos de salários nominais é maior do que no sector onde o trabalho é transaccionado num mercado à vista (mercado clássico). Por esse facto, o sector clássico desejará um banqueiro central que produza uma menor taxa de inflação, embora permita uma maior flutuação do produto, enquanto o sector não clássico prefere um banqueiro central que se esforce mais pela estabilização do produto, gerando no entanto, uma maior taxa de inflação.

\*

Cukierman (1994a) presumiu que a delegação da política monetária a um BC (parcialmente) independente servisse de instrumento de compromisso (parcial). A extensão deste compromisso com uma dada política seria determinada pela forma como os objectivos eram fixados, assim como pela atribuição de poderes ao BC. A actuação subsequente do BC teria efeitos positivos sobre a credibilidade da política monetária, que se reflectiria em expectativas de menor inflação e, desse modo, em fixação mais moderada de salários. O problema será sempre ter que suportar uma menor flexibilidade na resposta a eventuais choques.

Quando o grau de ‘conservadorismo’ do banqueiro central não é do conhecimento dos agentes económicos e do Governo, constituindo informação privada, este último avesso ao risco, deverá preferir regras monetárias em vez da delegação da política. Nesse cenário de incerteza, Lossani, Natale e Tirelli (1998), referem que será difícil limitar, *ex post*, o

---

<sup>131</sup> O sector clássico caracteriza-se pelos preços e salários serem determinados em mercados de concorrência perfeita, sempre transparentes. No sector não clássico, o mercado de trabalho é caracterizado por contratos de salários nominais, que são assinados antes da ocorrência de choques da oferta e da implementação da política monetária. Cada um destes seria representado por um partido político diferente.

comportamento do BC através de cláusulas do tipo de Lohmann. Por isso, a solução de independência parcial falha, pelo que seria mais conveniente enveredar por uma abordagem baseada numa regra. (Lossani, Natale e Tirelli, *op. cit.*, p. 45).

Healey, Levine e Pearlman (1994) defendem que a cedência de soberania monetária a um BC independente conduziria potencialmente a um ganho de bem estar, embora esta ideia resultasse de algo diferente do quadro de Rogoff (*op. cit.*); esse resultado favorável seria a consequência da maior capacidade do BC em assumir compromissos, em vez de se dever ao seu maior ‘conservadorismo’. Nesta óptica, a atribuição de independência, em vez de transferir a política monetária a um BC ‘conservador’ que, de forma rígida, prosseguia a estabilidade dos preços com o custo de maior variabilidade do produto, melhorava a eficácia da política de estabilização, permitindo ao BC responder com flexibilidade aos choques do produto, sem que as suas acções fossem afectadas por expectativas de maior inflação. O pré-compromisso do BC com uma regra de *feedback* adequada poderia constituir-se como uma âncora para as expectativas inflacionistas de longo prazo do público. O estabelecimento dessa regra incorporava a possibilidade de sanções por incumprimento, ao mesmo tempo que facilitava o controlo pelo Governo da actividade do BC e a responsabilização deste último. A referência a sanções faz conduzir a discussão para o campo da realização de contratos com o governador do BC.

### **III.6. A Abordagem da fixação de objectivos ou da realização de contratos**

A segunda abordagem defendida por Persson e Tabellini (1993) para a estabilidade dos preços consiste na fixação explícita de objectivos ou na realização de um contrato entre o Governo (ou sociedade) e o BC<sup>132</sup>. As contribuições académicas mais significativas nesta área são as de Persson e Tabellini (*op. cit.*), Walsh (1995a) e de Svensson (1997d).

---

<sup>132</sup> Recorde-se que a primeira abordagem consistia numa solução legislativa, que passava pela criação, por lei, de um BC muito independente, com um mandato direccionado à manutenção da estabilidade dos preços.

### ***III.6.1. Contratos com o Banco Central***

Esta abordagem resulta da tentativa de alterar os incentivos com que o BC se confronta. Walsh (*op cit.*), perspectivando a política monetária como um modelo do agente e do principal, redireccionou a atenção para a fonte do problema – o facto do decisor ser confrontado com um conjunto de incentivos que não produzem o resultado que a sociedade prefere mais. O BC (e o Governo, admitindo-se que estes partilham das mesmas preferências) era incentivado, *ex post*, i.e., após a fixação dos salários nominais, a mudar a política, não respeitando o anúncio feito *ex ante*. Daí a inconsistência temporal da política óptima anunciada e o aparecimento de um enviesamento inflacionista. Caso os incentivos fossem os incentivos correctos, a resposta do BC conduziria a melhor resultado.

Rogoff (1985, p. 1180) chegou a admitir a possibilidade do Governo influenciar esses incentivos, ligando-se a remuneração ou o orçamento anual das autoridades monetárias ao seu sucesso em alcançar os seus objectivos monetários intermédios. Isto poderia ser conseguido, na prática, prevendo-se um sistema de bónus ou fixando-se as remunerações em termos nominais.

Basicamente, a solução preconizada na abordagem que se está a tratar, consiste no público eleger um Governo (principal) que, por sua vez, nomeia um governador (agente) para o BC. A este é fornecido um contrato, segundo o qual os resultados da política monetária (principalmente, os resultados em matéria de inflação) são avaliados e recompensados linearmente, por via de transferência, negativa ou positiva, monetária ou não monetária, a receber pelo BC. Desta maneira, como refere Walsh (1998, p. 37), a política monetária seria afectada pelo contrato, por via da alteração dos incentivos com que o BC se confrontava nas suas decisões. A efectivação de um ‘contrato linear de inflação óptimo’ implicava a introdução de uma componente adicional na função perda do agente do BC, daí decorrendo uma resposta de política monetária diferente. No fundo, a ideia era estruturar o contrato de forma a que o BC, ao tentar aumentar o seu bem estar, fosse levado a maximizar o bem estar social: algo semelhante ao exemplo do homem do talho de Adam Smith.

Walsh (1995a) demonstrou que um contrato com o BC, se bem ‘desenhado’<sup>133</sup>, permitia a eliminação do enviesamento inflacionista<sup>134</sup>, ao mesmo tempo que conservava a capacidade de resposta da autoridade monetária a nova informação (por exemplo, a um choque da oferta agregada). Por outras palavras, o contrato de Walsh resolveria o *trade-off* do modelo de Rogoff (*op. cit.*), alcançando o óptimo social, independentemente do Governo e do BC partilharem ou não a mesma função objectivo e a mesma informação.

Walsh (*op. cit.*) derivou ainda contratos óptimos em situações em que o BC tinha vantagem, porque, ou possuía informação privada em termos de um choque de oferta agregada, ou o Governo apenas conseguia observar um agregado monetário cujo comportamento envolvia uma parte explicada pela actuação do BC e outra parte que era fruto de erros de controlo monetário, não conseguindo descortinar efectivamente a política implementada; e, ainda quando a sociedade (e o Governo) não conhecia o tipo de banqueiro central. Para todos estes casos, seria possível desenhar contratos que eliminassem a inflação média ao mesmo tempo que permitissem uma resposta óptima aos choques.

O caso real aproximado do ‘contrato linear de inflação óptimo’ de Walsh é o acordo entre o Tesouro e o governador do *Reserve Bank of New Zeland*. O *Policy Targets Agreement*, *PTA*, constitui um contrato explícito e devidamente especificado, entre o Governo e o banqueiro central<sup>135</sup>. Aí foi prevista explicitamente a penalização: demissão do governador. Walsh (*op. cit.*) mostrou que esse mecanismo de punição podia imitar perfeitamente o contrato óptimo, uma vez que a probabilidade esperada de demissão dependeria linearmente da inflação<sup>136</sup>. Para além disso, o próprio orçamento do BC da

---

<sup>133</sup> Acerca de alguns elementos a incorporar no contrato, veja-se Neumann (1995a, pp. 85 e 86).

<sup>134</sup> Resultado sublinhado em Fratianni, *et al.* (1993).

<sup>135</sup> Este acordo veio substituir o que tinha sido assinado em 10 de Dezembro de 1996, que por sua vez substituiu o assinado em 16 de Dezembro de 1992, que tem na sua base o *Reserve Bank of New Zeland Act*, de 1989, onde foi definido que “a principal função do BC seria a formulação e implementação da política monetária directamente à obtenção e manutenção da estabilidade do nível geral dos preços”. (Reserve Bank of New Zeland, 1989).

<sup>136</sup> Walsh (1995b) admitiu a hipótese da penalização constante do contrato assumir a forma de despedimento, se a taxa de inflação ultrapassasse um certo valor crítico. A ameaça de despedimento pode ser usada para afectar a escolha de política do banqueiro central. O autor sugere ainda uma alternativa: será não basear a decisão do despedimento num nível crítico de inflação, mas num valor crítico para o crescimento monetário. Isto constituiria uma defesa para o governador, uma vez que tem sobre aquele maior controlo do que sobre a inflação, cujo comportamento reflectirá outros elementos exteriores às próprias decisões de política monetária, como já houve oportunidade de referir em páginas anteriores.

Nova Zelândia é fixado em termos nominais, o que o faz aproximar mais da ideia da transferência preconizada por Walsh (*op. cit.*). Em comentário à forma institucional adoptada na Nova Zelândia, Cukierman (1994b) refere que a mesma pode gerar um problema: tendo o próprio BC influência na fixação do objectivo de inflação, pode estabelecê-lo a um nível demasiado baixo, para reduzir a probabilidade de ser despedido. Mas, o que também é verdade é que o Governo muito dificilmente exigirá a demissão do governador do BC da Nova Zelândia, uma vez que essa atitude conduziria as autoridades políticas a ficarem responsáveis pelo não alcance do objectivo previsto.

O regime vigente na Nova Zelândia é um caso de independência de instrumentos, embora não seja de objectivos. O actual acordo que expirará em 31 de Agosto de 2003, determina que a taxa de inflação, (medida em termos dos aumentos dos 12 meses num índice geral que apenas exclui os serviços de crédito) deva circunscrever-se entre 0 e 3%.

Persson e Tabellini (*op. cit.*) seguiram o trabalho de Walsh (*op. cit.*), sublinhando os resultados deste. Para além disso, adiantaram que mesmo não sendo possível realizar um contrato óptimo, devido aos custos de transacção elevados, o contrato, ainda que sub-óptimo, não determinaria uma perda da capacidade de resposta em matéria da estabilização do produto.

### ***III.6.2. Críticas à abordagem de contratos e extensões adicionais***

A proposta do ‘contrato simples linear óptimo de inflação’ de Walsh tem recebido algumas críticas.

Como após a fixação dos salários nominais, tanto o Governo como o BC se sentiriam incentivados a esquecer a penalização prevista no contrato, Canzoneri, *et al.* (1996) referem que o próprio contrato estaria sujeito ao problema da inconsistência temporal. Esta preocupação é também lembrada em Briault, *et al.* (1996). Nesse caso, será razoável perguntar-se: como forçar as duas partes a cumprir com o contrato?<sup>137</sup> Walsh (1995b)

---

<sup>137</sup> “Contracts can resolve principal-agent problems in the private sector because there is a higher authority, the law courts, that will enforce them. But, is there a higher authority who will enforce a contract between two governmental agencies, or between a member of the public and the government? Here, the electorate is presumably the principal, the central bank governor is the agent, and the government is an intermediate ‘executive’ agent who negotiates the contract and monitors compliance”

reconhece que se o Governo não se conseguir comprometer com a execução da punição óptima *ex ante*, o contrato óptimo de que se fala deixará de ser credível. A solução sugerida por Waller (1995, p. 11) remete para a análise dos custos de renegociação. Estes deviam mostrar-se suficientemente elevados<sup>138</sup>.

Pode-se realmente pensar que se o Governo não se consegue comprometer com o prosseguimento de uma política de baixa inflação, também não deverá cumprir com o contrato. A este respeito, Walsh (1995c) refere que a solução para isso é institucionalizar o contrato, uma vez que os custos de uma alteração das estruturas institucionais são maiores do que os custos da alteração da política do Governo<sup>139</sup>; um comportamento contrário ao contrato por parte do Governo, reduziria a reputação que eventualmente tivesse conseguido angariar.

McCallum (1995), na linha dos comentários de Canzoneri, *et al.* (*op. cit.*), também coloca problemas em relação à solução de Walsh (1995a)<sup>140</sup>. Além disso, Fratianni, *et al.* (1993) referem que os parâmetros do contrato não eram constantes, tendo que ser objecto de um ajustamento numa base de período a período, o que se tornaria difícil. Para além disso, a própria aplicação de um contrato na realidade, não é tão simples quanto isso.

Alguns autores, entre os quais Alesina (1995), dão ênfase a uma limitação conhecida aos contratos e que é a inexistência de ‘planeadores sociais’ que maximizassem o bem estar social. Mas o que acontece é que os decisores acabam por ser influenciados por considerações de ordem partidária, de tal forma que, por exemplo, em anos de eleições, os decisores de política desejam evitar uma recessão económica.

Goodhart e Viñals (1994), por seu lado, apontam as armas contra o problema da remuneração do BC. O contrato de Walsh permitia implicitamente elevadas recompensas

---

(...) “*How can we now just assume that the government will enforce an employment contract that will bring the optimal policy about?*” (Canzoneri, *et al.*, *op. cit.*, pp. 20, 21).

<sup>138</sup> Lohmann (1992) analisou a relação entre a dimensão dos custos de renegociação e a credibilidade das soluções de delegação da política monetária, tratando os custos de renegociação como uma variável de controlo do decisor de política, juntamente com o grau de peso de ‘conservadorismo’.

<sup>139</sup> Fixar a estabilidade de preços como único objectivo nos estatutos orgânicos do BC é uma maneira de institucionalizar a ideia de um contrato baseado nos resultados de inflação.

<sup>140</sup> “*The problem with this result is that such a device does not actually overcome the motivation for dynamic inconsistency; it merely relocates it.*” (McCallum, *op. cit.*, p. 210).

monetárias para os elementos em funções no BC quando a inflação fosse baixa, o que poderia ser fonte de oposição e crítica por parte da opinião pública<sup>141</sup>.

\*

A análise simples dos contratos de Walsh (1995a) foi objecto de alguns desenvolvimentos. al-Nowaihi e Levine (1996) partem de uma possível deficiência já apontada ao contrato de Walsh, para procederem a uma extensão. Os autores defendem que após a realização do contrato, o sector privado, o Governo e o BC serão incentivados a não respeitar o contrato, i.e., a renegociá-lo. A potencial renegociação, por si só, destruiria a credibilidade do contrato. A solução que al-Nowaihi e Levine (*op. cit.*) apresentam para este problema implicaria a incorporação do contrato de Walsh num modelo de reputação, onde se considerassem dois tipos de Governo: Governo tipo ‘bom’, que nunca renegociava; e Governo tipo ‘normal’, que considerava óptimo imitar o comportamento do primeiro tipo. Desta análise resultaria um equilíbrio conjunto, caracterizado pela não renegociação do contrato de Walsh, ficando resolvido o problema da sua falta de credibilidade.

### ***III.6.3. Fixação de objectivos de inflação***

O reconhecimento da consideração teórica de que a política monetária apenas consegue afectar as variáveis nominais no longo prazo, o desejo de maior independência do BC e a necessidade de alguns meios para controlar os resultados da política por ele implementada, ajudam a explicar o movimento de muitos países em direcção ao estabelecimento explícito de objectivos de inflação para a política monetária.

Svensson (1997d) mostrou que quando os incentivos com que o BC e a sociedade se confrontam são diferentes, em matéria de inflação desejada, a delegação da política monetária pelo Governo (em representação da sociedade) a um BC independente (nos instrumentos), fixando-lhe um objectivo explícito de inflação óptimo, constituía uma maneira de eliminar o enviesamento inflacionista, imitando os resultados do ‘contrato

---

<sup>141</sup> Dado o *trade-off* entre desemprego e inflação a curto prazo, as melhores recompensas do BC estariam relacionadas com baixa inflação e, logo, com elevado desemprego; neste sentido, a recompensa do BC estaria correlacionada negativamente com o bem estar do público (se este atribuir relativamente maior importância ao objectivo do emprego, o que não será de estranhar).

linear de inflação óptimo' de Walsh (1995a), alcançando ainda o equilíbrio correspondente a uma regra óptima de pré-compromisso. Tal como no caso dos contratos, o *trade-off* entre credibilidade e flexibilidade seria eliminado.

Para além do caso da Nova Zelândia, como exemplo de fixação de objectivos de inflação à autoridade monetária, são ainda de referir os casos da Austrália, Canadá, Espanha, Finlândia, Suécia e Reino Unido<sup>142</sup>. No caso do Banco Central Europeu, foi escolhido um *target* de inflação de até 2%.<sup>143</sup>

A fixação de objectivos explícitos na política monetária conduz a um custo em termos da menor flexibilidade, muito embora a extensão desse custo dependa da natureza das perturbações económicas que afectem a economia e do tipo de políticas de estabilização implementadas. Por outro lado, a contrapartida positiva da menor flexibilidade vem a revelar-se numa menor taxa de inflação média, dado pensar-se que os objectivos explícitos emprestam credibilidade a políticas de baixa inflação, para além de fornecerem um meio transparente de medir o desempenho do BC.

Apesar de tudo, o maior problema que a fixação de objectivos de inflação implica tem a haver com o controlo imperfeito da inflação que o BC é capaz de operar. Essa imperfeição deve-se sobretudo aos desfasamentos no mecanismo de transmissão da política monetária e à incerteza acerca do mecanismo de transmissão, do estado corrente da economia e de choques que ocorrem ou ocorrerão na economia. Para resolver este problema, Svensson (1998) sugere a implementação da política monetária, através da fixação de um objectivo intermédio para a previsão condicional da inflação<sup>144</sup>.

Debelle (1997) fala de algumas outras dificuldades operacionais na fixação de objectivos explícitos de inflação: em matéria da própria fixação do objectivo, se esta fosse feita pela autoridade monetária (um anúncio unilateral do objectivo pelo BC, pode diminuir a efectivação e diluir a credibilidade do quadro, se não for avalizado pelo

---

<sup>142</sup> Veja-se Mishkin e Posen (1997), que analisaram a experiência de três destes países (Nova Zelândia, Canadá e Reino Unido), na adopção de uma estratégia de fixação dos objectivos de inflação.

<sup>143</sup> Tal como estabelece o art. 2.º do “Protocolo relativo aos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu”, o objectivo é a estabilidade dos preços. Recorde-se ainda que na conferência de imprensa de 13 de Outubro de 1998, foi declarado que a taxa de inflação harmonizada anual não devia ultrapassar 2%.

<sup>144</sup> “...this is arguably the most efficient way of implementing monetary policy, since it can be interpreted as implementing first-order conditions for a minimum of the loss function, using all the relevant information” (Svensson, 1998, p. 17).

Governo), na questão da interação com outros objectivos de política e no problema da maneira como é definido o objectivo.

#### ***III.6.4. Considerações adicionais e o compromisso entre a abordagem contratual e ‘conservadorismo’***

As duas alternativas consideradas na abordagem contratual são sensíveis a alterações na especificação do modelo, nomeadamente com a introdução de persistência no produto, de incerteza acerca das preferências do banqueiro central e do Governo e de incerteza estrutural. No contexto dessas alterações, a solução de Rogoff (*op. cit.*) de um banqueiro central ‘conservador’ assume um papel relativamente importante, podendo ser inválida a equivalência entre contrato óptimo de Walsh e a fixação de objectivos de inflação.

É perfeitamente razoável considerar-se que há incerteza quanto às preferências do BC em matéria de inflação e de estabilização do produto. Basta pressupor que a sociedade onde é escolhido o banqueiro central, é caracterizada por perspectivas diversas acerca dos custos relativos da inflação e do desemprego, ou admitir que existe uma elevada rotação de banqueiros centrais em funções.

A introdução deste tipo de incerteza, que já se encontra em Backus e Driffill (1985a), apresenta algum interesse na medida em que quebra a unidade de interesses do BC e da sociedade (e Governo) frequentemente referida na literatura, para além de permitir sublinhar a ideia de que a delegação da política monetária pode ter custos, para além de benefícios, especialmente quando a sociedade demonstra um fraco consenso acerca dos objectivos de inflação e de emprego. Nesse ambiente, Muscatelli (1998b) mostra que seria preferível optar pela não delegação da política monetária.

Com o tipo de incerteza referida, a equivalência entre ‘contrato linear de inflação óptimo’ e ‘fixação de objectivo de inflação explícito’ deixa de ser válida. Em artigo recente, Muscatelli (1998a) mostra que os contratos de inflação são mais robustos à introdução daquela incerteza, do que a fixação de objectivos de inflação<sup>145</sup>. Da mesma

---

<sup>145</sup> Muscatelli (1998a) coloca, apesar de tudo, dúvidas quanto à optimalidade de qualquer das duas formas de delegação, quando existe incerteza acerca das preferências do BC ou acerca do objectivo de produto da sociedade.

maneira também concluem Schaling, Hoerberichts e Eijffinger (1998), uma vez que o impacto dessa incerteza sobre a variância da inflação será consideravelmente maior no caso da fixação de um objectivo para a inflação.

Nesse contexto de incerteza, os contratos deviam ser desenhados de maneira contingente ao tipo de banqueiro central que é nomeado. No entanto, isso só será possível após a nomeação daquele, situação esta que entra em conflito com a necessidade da delegação dever ser feita antes da nomeação do agente.

Os contratos contingentes na natureza do banqueiro central são, pois, de difícil desenho, especialmente quando não são contingentes num certo estado, mas num conjunto de preferências incertas<sup>146</sup>. Nesta matéria, a fixação explícita de objectivos de inflação, defendida por Svensson (1997d) apresenta menos dificuldades, uma vez que pode ser alterado mais facilmente do que um contrato, apesar de conduzir a uma perda de credibilidade. De maneira a reter a credibilidade, os objectivos de inflação explícitos teriam que ser contingentes num estado observável da natureza, pois os objectivos de inflação *ad hominem* não seriam susceptíveis de verificação (Muscatelli, 1998b, p. 531).

Para resolver o problema levantado pela incorporação de incerteza acerca das preferências do BC, Beetsma e Jensen (1997) sugerem uma solução que consistia numa combinação adequada do contrato linear óptimo com a fixação de objectivo de inflação, incorporando-se ainda uma punição que penalizasse os desvios quadrados da taxa de inflação em relação ao seu nível fixado como objectivo<sup>147</sup>. Isto não é mais do que formalmente, tornar o BC mais ‘conservador’, no sentido de Rogoff (*op. cit.*)<sup>148</sup>.

Note-se o interesse que esta solução combinada desperta, dado que se ultrapassa a limitação que poderia surgir na selecção do banqueiro central ‘conservador’, dado deixar

---

<sup>146</sup> Dificuldades na verificação e custos de transacção são susceptíveis de tornar improvável que um contrato ou objectivo fixado ao BC seja completamente contingente. (Muscatelli, 1996, p. 11).

<sup>147</sup> E quanto maior fosse a incerteza, maior seria a punição quadrática.

<sup>148</sup> Note-se que este apoio de Beetsma e Jensen a uma solução de delegação não é tão linear como possa parecer. Estes autores defendem que a forma de delegação sugerida seria tanto menos atractiva, quanto maiores fossem o grau de incerteza acerca das preferências do BC, a variância dos choques da oferta e o enviesamento inflacionista na ausência de delegação. Mas se, por outro lado, não houver também certeza quanto às preferências do Governo, a delegação da política monetária torna-se mais atractiva (veja-se Alesina e Gatti, 1995).



de ser necessário saber quais as preferências do banqueiro central; estas são influenciadas pela solução defendida por Beetsma e Jensen (1997)<sup>149</sup>.

\*

Os resultados de Walsh (1995a) têm que ser compreendidos num quadro de Barro e Gordon (1983a, b). No entanto, admitindo-se persistência no produto (quando o produto segue um processo autorregressivo), o jogo entre o sector privado e as autoridades passa a ser um jogo dinâmico, em vez de repetido<sup>150</sup>.

Com persistência no desemprego, um objectivo de inflação constante é, na opinião de Svensson (1997d), equivalente a um contrato linear de inflação constante. Ambos conduzem à eliminação do enviesamento inflacionista médio, mas não à parte do enviesamento que esteja dependente do estado e que surja devido à persistência. Para eliminar esse enviesamento inflacionista contingente no estado, seria necessário fixar os objectivos contingentes no estado.

A solução de ‘conservadorismo’ defendida por Rogoff (*op. cit.*) assumirá importância quando se admite que na economia existe um sindicato monopolista que dispõe de mais informação acerca dos choques de produtividade do que o Governo. Nesse contexto, Herrendorf e Lockwood (1996), referem que seria possível um bom resultado complementando-se o contrato óptimo de Walsh com um banqueiro central ‘conservador’ do tipo de Rogoff.

Finalmente, também a situação em que existe incerteza estrutural (i.e., a incapacidade das autoridades monetárias em antecipar a ocorrência de choques) e um controlo imperfeito do BC sobre a inflação, foi tratada por Muscatelli (1998a), onde mostra ser ainda possível alcançar uma solução óptima com um contrato contingente no estado.

---

<sup>149</sup> Na linha deste pensamento, também Eijffinger, Hoerberichts e Schaling (1998) defendem que a economia poderá ficar a ganhar, combinando um contrato linear de inflação com um contrato quadrático (contrato equivalente a escolher um governador ‘conservador’ para o BC, do tipo defendido por Rogoff, (*op. cit.*)).

<sup>150</sup> Lockwood (1997) mostra que será sempre possível desenhar um ‘contrato linear de inflação óptimo’, i.e., o argumento de Walsh continua válido.

### III.7. Influências político-partidárias sobre o Banco Central

A necessidade de reduzir a possível influência político-partidária nas decisões do BC é um argumento forte a favor de um BC independente. Efectivamente, em alguns países, a política monetária é substancialmente influenciada por preocupações eleitorais do partido que esteja no Governo. Os canais de transmissão dessa influência vão desde a escolha política dos elementos para a direcção do BC, passando pela implementação de medidas monetárias sob inspiração partidária, até às práticas de sinalização directa da autoridade orçamental transmitidas ao BC (Waller, 1992a).

Grande parte da literatura aceita a ideia de que o isolamento do BC em relação à pressão política de cada Governo tem, como refere Alesina (1988, p. 40), três implicações: redução do enviesamento inflacionista; redução da variabilidade partidária na política monetária; e redução da manipulação pré-eleitoral da política monetária. Daí alguma matéria de argumentação em favor da independência dos BCs.

Na literatura mais debruçada sobre a influência político-partidária na política económica, é obrigatório referir os contributos de Nordhaus (1975), no caso da teoria do ciclo político, onde a política económica aparece condicionada pelos ciclos políticos; e de Hibbs (1977), em que o comportamento dos políticos é explicado por estímulos partidários<sup>151</sup>.

Como se disse, o processo de nomeação do banqueiro central pode ser objecto de influências políticas. Na hipótese dos partidos políticos terem objectivos ‘ideológicos’ diferentes, Alesina (*op. cit.*) refere que aqueles não irão concordar no grau de ‘conservadorismo’ do banqueiro central. Por isso, a escolha deste agente exigirá um compromisso entre os dois partidos<sup>152</sup>. Essa solução isolaria a política monetária das pressões partidárias e eleitorais, facilitando a responsabilização democrática da política monetária, evitando dessa forma, que o BC se tornasse num corpo burocrático irresponsável do ponto de vista do bem estar social.

---

<sup>151</sup> Veja-se ainda Cukierman (1992) que dedicou um capítulo (cap. 17) da sua obra ao tratamento do tema ‘partidos políticos e política monetária’.

<sup>152</sup> E talvez um comité bi-partidário, em vez do próprio Governo, devesse assumir a supervisão do desempenho do BC. (Alesina, 1988, p.40).

Waller (1992b), construiu um modelo de negociação que, de forma explícita, reconhece ter a influência política um papel inevitável na escolha dos banqueiros centrais. Esse modelo pretendia analisar a designação de banqueiros centrais num sistema político de dois partidos, em que o partido vencedor podia nomear candidatos para a direcção do BC, embora estando sujeitos à confirmação do partido derrotado nas últimas eleições. É esta condição adicional de confirmação, nas palavras de Waller (*op. cit.*), que possibilita à sociedade reduzir significativamente a parte da variabilidade no produto e na inflação, que seja induzida politicamente.

A ocasião das eleições, relativamente aos momentos em que as designações são feitas, é um elemento chave na determinação dos tipos de banqueiros centrais que são escolhidos. Waller (*op. cit.*) concluiu que o prolongamento da duração do contrato com o banqueiro central independente, assim como a realização de eleições legislativas mais frequentes durante o período de vigência da mesma direcção do BC, conduzem a designações mais moderadas e à redução da influência partidária. (Waller, 1989 e Waller, 1992b, p. 425).

A questão da duração dos mandatos dos elementos do directório do BC e a importância das influências político-partidárias sobre a nomeação desses elementos foi objecto de tratamento por Waller e Walsh (1996). Estes mostraram que ao aumentar-se a duração temporal do mandato do banqueiro central e ao reduzir-se a influência partidária na política monetária, reduzia-se a incerteza (eleitoralmente induzida) na condução da política monetária.

Será também de argumentar em favor de impedir, legalmente, a renomeação dos mesmos elementos da direcção do BC, posto que o desejo de voltarem a ser designados, leva-os a reflectir os desejos do Governo na política monetária, em particular antes da realização de eleições (Fратиanni, *et al.*, 1993).

### III.8. Em síntese

A argumentação de natureza teórica da independência dos BCs está baseada fundamentalmente no âmbito da inconsistência temporal da política monetária.

O problema da inconsistência dinâmica surge quando a literatura admite que algumas distorções possibilitam que inflação não antecipada possa conduzir a benefícios no curto prazo. O equilíbrio de primeiro óptimo poderia ser obtido, removendo-se aquelas distorções. Num mundo de primeiro óptimo, as políticas orçamental e monetária estariam coordenadas perfeitamente, não existindo razões para um BC independente. No entanto, tudo indica que isso seja difícil, pelo que se é encaminhado para um equilíbrio de segundo óptimo, no caso de se pensar num compromisso com uma regra de política monetária, por parte das autoridades monetárias. No caso de também isso não ser possível ou sustentável, a política monetária seria implementada de forma discricionária. Dessa política discricionária resultaria um equilíbrio com um enviesamento inflacionista.

Num mundo imperfeito, os sistemas políticos tendem a comportar-se com miopia, favorecendo-se políticas inflacionistas com benefícios a curto prazo, ao mesmo tempo que se desconta excessivamente os custos de longo prazo. Alguns trabalhos foram desenvolvidos, confiando-se nos mecanismos de manutenção e defesa da credibilidade a possível solução para o problema básico do enviesamento inflacionista. Os resultados desses contributos, que se baseavam em informação perfeita, puderam ser enriquecidos com a hipótese de informação assimétrica.

A defesa da independência do BC nasce com a proposta de Rogoff (*op. cit.*), defendendo-se a escolha de um agente que fosse particularmente avesso à inflação, para guiar as decisões no BC. A aversão desse agente à inflação era definida em termos do peso adicional que atribuía ao objectivo de estabilidade dos preços na sua função de perda, i.e., em termos do seu grau de ‘conservadorismo’. No entanto, embora esta solução permitisse aumentar a credibilidade da política, introduzia ao mesmo tempo perdas ao nível da estabilização do produto. Nesse contexto, falava-se num *trade-off* entre credibilidade e flexibilidade. Flood e Isard (1989) propuseram ‘cláusulas de escape’ com regras simples contingentes à ocorrência de choques da oferta. Nessas cláusulas de excepção, complementadas com BCs ‘conservadores’ consistiu a situação tratada por Lohmann (1992), falando-se em independência parcial do BC.

A abordagem dos contratos surge com Walsh (1995a), que defendia-os como a forma de obter um equilíbrio de segundo óptimo. Todavia, para além das críticas que se foram apontando a esse resultado, também são de referir algumas extensões, nomeadamente a consideração de persistência no desemprego. A incorporação de persistência no problema introduz efeitos desfasados na política monetária, o que afecta os resultados.

Ainda como solução para a estabilidade de preços, não será de desprezar os argumentos de Svensson (em vários artigos) a favor da fixação explícita de objectivos de inflação.

A fundamentação teórica encontra-se igualmente associada ao quadro dos resultados dos trabalhos de Nordhaus (1975), no caso da teoria do ciclo político, onde a política económica aparece condicionada pelos ciclos políticos; e de Hibbs (1977), em que o comportamento dos políticos (que influenciam ou implementam a política económica) é explicado à custa de estímulos partidários. No contexto destes modelos, a independência do BC em relação ao poder político era importante e oportuna.

No conjunto de argumentos a favor de BCs independentes, não se pode esquecer o vasto conjunto de trabalhos empíricos sobre esta questão. Assim, o objectivo do próximo capítulo será aclarar a fundamentação empírica da defesa do estabelecimento de BCs independentes.

## IV. FUNDAMENTAÇÃO EMPÍRICA DA INDEPENDÊNCIA DE BANCOS CENTRAIS

### IV.1. Introdução

Em capítulo anterior, foram referidos alguns fundamentos teóricos da independência dos BCs, em particular, a teoria da inconsistência dinâmica e as influências político-partidárias sentidas sobre as decisões da autoridade monetária. No entanto, a defesa de independência para os BCs, para além de se apoiar em modelos teóricos, também baseia a sua sustentação em resultados empíricos favoráveis.

Neste capítulo faz-se uma descrição do tratamento empírico, que teve o seu início com Bade e Parkin (1988) e Epstein e Schor (1986), para além de Banaian, *et al.* (1983) e Skanland (1984) e de ainda outros trabalhos que foram desenvolvendo esta questão, principalmente através da sugestão de novas medidas de independência do BC e em termos da dimensão da amostra de países considerada<sup>153</sup>.

Os trabalhos empíricos testam basicamente as consequências da delegação da política monetária numa autoridade independente sobre algumas variáveis: inflação, crescimento do produto, custos dos esforços de desinflação (e rácios de sacrifício), benefícios de inflação, crescimento da produtividade, investimento privado, desemprego, taxa de juro real, défice orçamental, montante do crédito concedido pelo BC ao sector público, *trade-off* entre produto e inflação e o crescimento da base monetária<sup>154</sup> (secção IV.3). No entanto, não será de desprezar que o efeito sugerido empiricamente entre a independência e cada uma daquelas variáveis, mais principalmente a inflação, se possa ficar a dever ao relacionamento comum das variáveis em observação com outras que não foram consideradas nos estudos empíricos. Neste ponto assentam algumas críticas aos resultados empíricos favoráveis à independência. Em capítulo dedicado às reservas levantadas à independência dos BCs, haverá lugar para referência a essa literatura crítica.

Para se tratar empiricamente a independência dos BCs, torna-se necessário construir medidas ou índices que de forma mais aproximada reflectam o grau efectivo e corrente de

---

<sup>153</sup> Cukierman (1993) apresenta uma descrição bastante completa (à data da sua realização) sobre as consequências da independência de BCs, analisadas empiricamente.

<sup>154</sup> Cf. Quadro A.1, em apêndice a este trabalho.

independência. Também, neste capítulo, serão apresentados alguns índices que foram surgindo a complementar outros anteriores (secção IV.2), além de se propôr uma nova medida de independência legal.

Mais recentemente, alguns trabalhos deslocaram a atenção para os factores ou condições determinantes do grau óptimo de independência a atribuir a um BC. Eijffinger e Schaling (1995a, b) e Eijffinger, Hoerberichts e Schaling (1995), mostraram alguma evidência empírica acerca das hipóteses que levantam nos seus trabalhos acerca das eventuais determinantes do grau óptimo de independência ('conservadorismo') dos BCs. Um capítulo, neste trabalho, está reservado ao tratamento dessas determinantes.

Começa-se por referir as medidas sugeridas em vários trabalhos.

## **IV.2. Medidas de Independência de Bancos Centrais**

### ***IV.2.1. Introdução***

Os estudos empíricos realizados sobre a questão da independência dos BCs contribuíram para a construção de algumas medidas de independência, que podem ser classificadas em dois grupos: o primeiro tipo de índices consiste naqueles que se baseiam no quadro legal que estabelece os próprios BCs; nesse caso, fala-se em índices de independência legal. Mas, tal como referido por Cukierman (1992), a independência efectiva repousa não só sobre a legislação, mas também sobre um conjunto de factores informais, como seja a qualidade (personalidade e competência técnica) dos elementos do directório (ou órgão de decisão) do BC. Assim, os aspectos informais tendem a assumir um peso significativo na medição da independência, uma vez que o legislador não consegue prever a actuação do BC ou da autoridade política em todas as eventualidades. Por isso, o segundo tipo de índices entra em conta com certos aspectos mais práticos, complementando a primeira medida com as eventuais diferenças existentes entre o que está previamente previsto na lei e o que na realidade se verifica<sup>155</sup>.

---

<sup>155</sup> E para o caso de países em desenvolvimento, Fry (1998) refere que uma medida adequada de independência dos BCs estará associada à reacção destes à procura de financiamento por parte dos

### ***IV.2.2. Medidas de independência legal dos Bancos Centrais***

As medidas legais, assentes no que está legalmente previsto, são mais susceptíveis de se mostrarem exógenas em relação à economia, mas como variam pouco com o tempo, são geralmente variáveis explicativas pobres. No entanto, as medidas de independência legal suscitam interesse, quanto mais não seja por duas razões, invocadas por Cukierman, *et al.* (1993): em primeiro lugar, porque sugerem o grau de independência que os legisladores pretendiam conferir ao BC; e em segundo lugar, a sua consideração torna-se necessária para estabelecer comparações com os estudos já realizados, ou por ser a única maneira de avaliar a autonomia de certo BC, quando dele não se conhece história e actividade.

Pode-se colocar a questão acerca da efectividade de um certo nível de independência legal. É preciso notar que um nível elevado de autonomia, previsto legalmente, não é sempre convertido num maior nível de independência efectiva corrente; todavia, ainda que insuficiente, será um passo útil e necessário na construção de uma base institucional compatível com um bom nível de independência corrente.

Com base numa análise feita à literatura, podem ser referidos quatro índices puramente legais de independência do BC, resultados de contributos de alguns autores. Embora existam referências a outros importantes trabalhos anteriores ou mesmo contemporâneos<sup>156</sup>, grande parte das referências indicam o artigo de Bade e Parkin (1988) como pioneiro na construção de índices de independência. Os seus resultados foram aumentados e complementados com Alesina (1988, 1989), que centrou a preocupação em saber quem tem a autoridade final sobre a política monetária, se o Governo tem assento no directório do BC e se mais de metade dos elementos do directório do BC são nomeados pelo Governo.

O contributo de Grilli *et al.* (1991) para o tratamento empírico é de particular importância, uma vez que estende bastante os desenvolvimentos anteriores; apresenta índices de independência política e económica, sendo que a pontuação obtida pelo BC nos dois tipos de independência somados dão origem a um indicador de independência legal.

---

Governos. Assim, se o BC tomasse medidas para neutralizar as alterações nas exigências de crédito pelos Governos, seria considerado independente.

<sup>156</sup> Por exemplo, Banaian, *et al.* (1983), Skanland (1984) e Parkin (1986).

Eijffinger e Schaling (1992, 1993a) complementaram os contributos anteriores, retirando alguns aspectos, porque consideravam que a medida de Grilli *et al.* (*op. cit.*) usava um grande número de critérios; o que devia ser mantido era a avaliação dos procedimentos associados à fixação de objectivos e à nomeação dos membros dos órgãos de decisão do BC.

Apresenta-se de seguida num quadro (Quadro 3), por ordem cronológica, cada um destes contributos, assim como os critérios usados para classificar o grau de independência legal dos BCs<sup>157</sup>. Em apêndice, no Quadro A.2, pode ver-se a quantificação da independência de vários BCs, segundo a metodologia dos quatro índices referidos.

As questões comuns aos quatro índices puramente legais de independência do BC incidem sobre o relacionamento (formal e previamente definido no quadro legal que estabelece a autoridade monetária central) entre BC e Governo, nomeadamente em matéria da nomeação (e demissão) e da formulação da política monetária.

**QUADRO 3 - CONTRIBUTOS PARA A MEDIÇÃO DA INDEPENDÊNCIA LEGAL DOS BANCOS CENTRAIS**

Artigo	Índice	Crítérios legais de classificação dos Bancos Centrais
Bade e Parkin (1988)	BP	<p><u>Independência política:</u></p> <p>i. Relação entre o BC e o Governo, com respeito à formulação da política monetária;</p> <p>ii. Processos de nomeação e de demissão dos elementos do directório do BC;</p> <p><u>Questões a colocar:</u></p> <p>1. Tem o BC autoridade final sobre a política monetária?</p> <p>2. Tem o Governo presença no directório do BC (com ou sem direito a voto)?</p> <p>3. Existem algumas nomeações de cargos de direcção no BC fora do controlo do Governo?</p> <p><u>Independência financeira:</u></p> <p>i. Relações financeiras e orçamentais entre o BC e o Governo.</p>
Alesina (1988, 1989)	AL	<p>i. Relações formais e institucionais entre o BC e o poder executivo:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Processo de nomeação dos governadores;</li> <li>- Participação de elementos do executivo no directório do BC;</li> <li>- Exigência por parte do Governo da aprovação de determinadas políticas específicas.</li> </ul> <p>ii. Relações macro-económicas, tais como existência de regras a obrigar o BC a acomodar a política fiscal;</p> <p>iii. Relações financeiras e de orçamento entre as duas partes;</p> <p>iv. Relações informais e contactos entre o BC e o poder executivo<sup>158</sup>.</p>

<sup>157</sup> Note-se que, neste quadro, apenas se referem os autores e respectivos artigos que definiram a independência exclusivamente à custa de factores de ordem legal.

<sup>158</sup> O critério de relações informais, embora não constitua, por assim dizer, um elemento de independência legal, é referido aqui, dada a reduzida ênfase que lhe é emprestada nos artigos referidos.

**QUADRO 3 - CONTRIBUTOS PARA A MEDIÇÃO DA INDEPENDÊNCIA LEGAL DOS BANCOS CENTRAIS**  
(CONT.)

Artigo	Índice	CrITÉrios legais de classificação dos Bancos Centrais
Grilli, <i>et al.</i> (1991)	GMT	<p><u>Independência política:</u></p> <p>i. Procedimentos de nomeação do directório do BC:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Influência do Governo na nomeação;</li> <li>- Duração do mandato (mais de cinco anos).</li> </ul> <p>ii. Relações entre o BC e o Governo:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Participação de algum elemento do Governo no BC;</li> <li>- Ausência de qualquer exigência de aprovação pelo Governo de alguma decisão monetária.</li> </ul> <p>iii. Responsabilidades formais do BC:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Exigência nos estatutos de que o BC deve ter nos seus objectivos a estabilidade monetária;</li> <li>- Provisões legais que fortaleçam a posição do BC, em caso de conflito institucional com o poder executivo.</li> </ul> <p><u>Independência económica:</u></p> <p>i. Capacidade do BC em escolher os instrumentos de política monetária<sup>159</sup>:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Influência do Governo na quantidade de crédito a conceder pelo BC ao Governo;</li> <li>- Natureza dos instrumentos de crédito sob controlo do BC.</li> </ul> <p>ii. Tipo ou grau de responsabilidade do BC sobre a supervisão bancária.</p>
Eijffinger e Schaling (1992, 1993a)	ES	<p><u>Independência política:</u></p> <p>i. Responsabilidade formal do BC com respeito à política monetária;</p> <p>ii. Relação entre o BC e o Governo / Parlamento, na formulação da política monetária;</p> <p>iii. Procedimentos de nomeação do quadro de direcção do BC.</p> <p><u>Questões a colocar:</u></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Tem o BC a única autoridade final sobre a política monetária?</li> <li>2. O Governo não está representado no BC?</li> <li>3. Mais de metade do directório é nomeado independentemente da vontade do Governo?</li> </ol>

#### ***IV.2.3. Medidas de independência baseadas na rotação do governador do Banco Central e em inquéritos***

O quadro legal de muitos BCs é altamente incompleto, deixando grande espaço à interpretação. Assim, alguns factores como a tradição ou as personalidades dos governadores acabam por influenciar, ainda que parcialmente, o nível efectivo de independência do BC. E mesmo quando a lei é explícita, a realidade pode vir a revelar-se bastante diferente; como refere Forder (1996), o que está previsto legalmente é uma coisa

<sup>159</sup> Se o Governo puder influenciar as condições e os montantes quantitativos de obtenção de crédito junto do BC, também poderá influenciar a criação de base monetária e diminuir a independência económica do BC.

e o que se efectiva é outra<sup>160</sup>. Para além disso, será ainda de referir que alguns trabalhos empíricos têm revelado que os índices de independência legal estão mais adaptados aos BCs de países desenvolvidos, do que aos BCs dos países em desenvolvimento.

Consciente destas limitações das medidas legais, a literatura foi desenvolvendo duas classes de variáveis ou aspectos caracterizadores do funcionamento dos BCs; uma primeira classe assente nos resultados das respostas a questionários e uma segunda na rotação efectiva dos governadores (associada à frequência de substituição de governadores num BC).

Cukierman, Webb e Neyapti (1992) construíram uma medida baseada nas respostas a um questionário, feito a responsáveis de vinte BCs<sup>161</sup>. Nesse questionário atendia-se, em termos resumidos, aos seguintes aspectos: a) aspectos legais da independência; b) comparação entre a prática corrente e o previsto na lei; c) instrumentos de política monetária e as agências que os controlam; d) objectivos intermédios; e e) objectivos finais da política monetária e sua importância relativa.

Como é baseado em avaliações subjectivas, o índice de independência construído a partir de um questionário, contém com alguma probabilidade, mais ruído do que o índice de independência legal, embora também incorpore informação pertinente com respeito à independência efectiva corrente<sup>162</sup>.

A construção e utilização do indicador da taxa de rotação de governadores do BC baseia-se na presunção de que, pelo menos acima de algum valor limiar, uma rotação mais rápida significará um menor nível de independência do BC, sendo que as substituições de

---

<sup>160</sup> “Statutory independence [is] essential for Central Banks, but... the proof of the pudding is in the eating” – título da apresentação proferida por Wellink, Director Executivo do *De Nederlandsche Bank*, na conferência sobre a independência dos BCs, organizada pelo BC da Áustria em Maio de 1997.

<sup>161</sup> Veja-se em Cukierman (1992, pp. 387 e 388), uma tabela com as classificações correspondentes às várias respostas possíveis a cada uma das questões formuladas no questionário.

<sup>162</sup> Pode ver-se em Cukierman (*op. cit.*, p. 389) informação acerca das sete variáveis a que os inquéritos conduzem, assim como o processo de agregação das mesmas na construção de dois índices de independência: um índice não ponderado e outro ponderado. Já em relação à classificação dos vinte BCs, em matéria de independência medida através dos resultados dos inquéritos, pode ver-se Cukierman (*op. cit.*, p. 390).

governadores no BC que ocorram simultaneamente ou com pouca diferença temporal em relação à alteração de Governo, serão sinais de ainda menor independência<sup>163</sup>.

Esta associação negativa entre taxa de rotação e grau de independência do BC parece perfeitamente razoável, mas também se pode argumentar que uma rotação relativamente baixa não implica necessariamente um elevado nível de independência, uma vez que uma permanência relativamente longa do mesmo governador no BC poderá estar associada a uma subserviência política deste em relação ao Governo.

Independentemente do comentário anterior, a análise de Cukierman (1992) de uma amostra de grande dimensão, para o período de 1950-89, leva-o a constatar que todos os países desenvolvidos têm taxas de rotação inferiores a 0,2, o que significa uma permanência em funções do mesmo governador durante cinco anos, em média. Os países em desenvolvimento apresentam taxas de rotação superiores àquele valor limiar. Com base nestes resultados, o autor afirma que a rotação, embora não seja uma medida com muito significado para o caso dos países desenvolvidos, será uma importante *proxy* da independência do BC, nos países em desenvolvimento.

#### ***IV.2.4. Outros indicadores informais de independência do Banco Central***

Para medir o grau efectivo de independência dos BCs, também se pode recorrer à duração (verificada) do mandato do directório ou órgão de decisão de cada BC, embora não seja reflexo de independência, quando considerada isoladamente.

Por outro lado, a literatura, mas mais particularmente Cukierman e Webb (1995), sugerem uma outra medida para aferir do grau de independência dos BCs: vulnerabilidade política dos governadores do BC<sup>164</sup>. Esta medida consiste na percentagem de vezes em que à transição política se seguiu, dentro de um prazo de seis meses, mudança de governador do BC. Presume-se que um governador que seja substituído com muita frequência após

---

<sup>163</sup> Cukierman, Webb e Neyapti (*op. cit.*, pp. 364 e 365) apresentam um quadro com os resultados da taxa de rotação para países desenvolvidos e países em desenvolvimento, para os períodos 1950-89; 1950-59; 1960-71; 1972-79 e 1980-89.

<sup>164</sup> Cukierman e Webb (*op. cit.*) apresentam um tratamento desta medida numa amostra de sessenta e sete países (vinte dos quais eram países desenvolvidos).

transições políticas, esteja mais dependente das autoridades políticas do que um governador que sobreviva às mudanças de Governo<sup>165</sup>.

Num quadro de economia aberta, um BC poderá importar a sua independência, ligando a sua moeda à de um país cujo BC tenha assumido um nível elevado de independência, como seja o caso do marco alemão e do *Bundesbank*. Bleaney (1996) defende que ao proceder-se desta forma, evita-se uma qualquer alteração institucional na estrutura do BC. O regime cambial poderá, portanto, ser sinal do grau efectivo de independência do BC.

#### ***IV.2.5. Reservas levantadas a algumas das medidas usadas em testes empíricos***

As medidas usadas para índices de independência dos BCs pecam por alguns motivos. Em primeiro lugar, a escolha da medida mais adequada deve respeitar ao tipo de país em consideração, uma vez que por exemplo, como já foi referido, a independência legal será uma medida mais adequada em países desenvolvidos do que nos países em desenvolvimento; nestes últimos, será mais adequado usar-se a rotação dos governadores dos BCs<sup>166</sup>.

Em segundo lugar, os valores adoptados pelos vários estudos na classificação do grau de independência de cada um dos BCs dependem de três ordens de factores: do critério adoptado na análise realizada ao quadro legal de cada BC; da forma como a lei é interpretada (Mangano, 1997); e da maneira como as características são agregadas num índice composto de independência do BC<sup>167</sup>. Akhtar (1995) defende que, mesmo considerando aceitável a construção de um índice de independência legal, o resultado final da classificação dos BCs dependerá do número de aspectos considerados, dos pesos de ponderação associados a cada um desses aspectos na construção do índice e da maneira de os agregar.

---

<sup>165</sup> Embora prazos de mandato muito longos possam significar subserviência do governador do BC em relação ao Governo, como se referiu anteriormente.

<sup>166</sup> Cukierman (1994b) faz o comentário, criticado por alguns autores, de que nos países em desenvolvimento é mais provável encontrar-se desvios substanciais entre a letra da lei e a prática corrente.

<sup>167</sup> Na medida em que os estatutos dos vários BCs não têm que seguir necessariamente determinadas normas de redacção, torna-se particularmente difícil fazer uma avaliação do grau legal de independência.

Prast (1996a), por seu lado, suspeita dos resultados empíricos que sustentam alguma relação entre independência do BC e inflação, uma vez que as medidas usadas não são, no seu entender, adequadas. Por isso, advoga que deve ser feita uma distinção entre ‘independência’ e, em termos genéricos, ‘aspectos institucionais’. Nesse contexto, sugere que qualquer medida de independência deverá incluir a avaliação dos seguintes aspectos: a) capacidade do BC em fixar os seus próprios objectivos (que exige que o quadro legal do BC não determine os objectivos de política monetária; e que o Governo não deva ter representação no directório do BC); b) possibilidade do BC em escolher os seus instrumentos com os quais pretende alcançar os objectivos fixados; e c) impossibilidade do Governo em demitir o banqueiro central por razões políticas (ainda que a sociedade possa despedir o governador, no caso da sua actuação ser inaceitável, exigindo-se que o prazo do mandato seja relativamente longo)<sup>168</sup>.

A respeito da própria construção das medidas, Mangano (1997) insurge-se contra a utilidade dos resultados empíricos que indicam uma relação negativa e significativa entre independência e inflação. Grande parte das aplicações empíricas parte de dois tipos de índices: GMT (1991) e índices de Cukierman (1992), que na opinião de Mangano (*op. cit.*) sofrem de um enviesamento de subjectividade, não traduzindo o grau efectivo de independência dos BCs<sup>169</sup>. Assim, defende que a independência deverá ser medida mais por via de aspectos operacionais, na medida em que os próprios trabalhos de Walsh (1995a) e de Persson e Tabellini (1993) indiciam que a independência do BC é um fenómeno endógeno, fruto da estrutura de incentivos com que o banqueiro central se confronta. Assim, a construção de uma medida de independência adequada, na opinião de Mangano (*op. cit.*) implica o estudo das determinantes daqueles incentivos.

De maneira a ultrapassar as limitações referidas, Eijffinger, Van Rooij e Schaling (1994) pensaram numa outra forma de medir a independência dos BCs. Para dez países desenvolvidos, estimaram funções de reacção na política monetária (em termos de taxas de juro do mercado). Os autores admitiram que a resposta, em termos de política monetária estava dependente da inflação, do crescimento do produto e da situação da

---

<sup>168</sup> Prast (1996a) apresenta evidência empírica quanto à influência do índice de independência (que calculou) e da orientação política do Governo sobre a taxa de inflação.

<sup>169</sup> Mangano (1997) estimou que, em média, Grilli *et al.* (1991) e Cukierman (1992) interpretaram mal cerca de 30 % da legislação que consultaram. Por outro lado, quando se comparam os dois índices, pode verificar-se que em 15 e 16 critérios (respectivamente), apenas 9 são comuns aos dois índices.

balança de pagamentos do país, para além de um efeito específico a cada país, que é basicamente, o grau de independência efectiva do BC. Comparando-se a reacção de vários BCs face a qualquer facto económico, podia ver-se a dimensão desse outro efeito específico e, assim, inferir acerca do grau efectivo de independência de cada BC.

Por outro lado, no decurso de algumas críticas que levantou às medidas utilizadas para a independência do BC, Neumann (1996) a partir do desenvolvimento de um modelo de política monetária óptima, derivou um indicador de dependência do BC em relação ao Governo. O valor desse indicador é determinado pelo peso que o banqueiro central atribui à função objectivo do Governo, que é tratado como um *input* na função objectivo daquele. O autor mostra empiricamente que esse indicador fornece resultados superiores à taxa de rotação dos governadores do BC de Cukierman (*op. cit.*), mas semelhantes à medida de independência legal de Grilli *et al.* (1991).

#### ***IV.2.6. Uma medida de independência legal do Banco Central***

Nas secções anteriores fez-se referência a algumas medidas de independência dos BCs. Nesta secção faz-se um esforço por sugerir uma outra medida legal baseada na literatura anterior, mas mais fundamentalmente nos aspectos de independência sublinhados pelo Instituto Monetário Europeu (IME), no seu relatório de convergência de Novembro de 1996<sup>170</sup>.

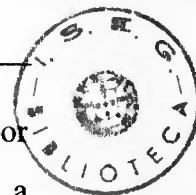
Ainda que se esteja a correr o risco de repetir alguns aspectos de outros índices e apesar das reservas e críticas levantadas à utilização desses outros índices legais (para além de outras reservas mais gerais, como se teve oportunidade de referir anteriormente, nesta secção), está-se a privilegiar exclusivamente o quadro legal dos BCs, na medida em que um dos objectivos deste trabalho é a medição do grau de independência do BCE<sup>171</sup>.

Como independência e responsabilização têm alguns aspectos de contacto, na especificação dos critérios de medição da autonomia dos BCs, tem-se o cuidado de evitar

---

<sup>170</sup> A medida que aqui se constrói servirá, principalmente para mais à frente avaliar a relação eventualmente existente, nos quadros legais dos BCs, entre independência e responsabilização (esta será medida com base na sugestão de De Haan, *et al.* (1998)).

<sup>171</sup> Devido à ausência de indicadores operacionais, a avaliação da independência do BCE será feita por via da análise dos seus Estatutos legais.



aqueles que já se encontram considerados na medida de responsabilização. Assim, por exemplo, ao nível da independência pessoal, embora fosse razoável considerar a possibilidade de demissão do governador do BC, não o foi na medida em que isso já é objecto de quantificação na responsabilização.

Dividiu-se a independência em três tipos, de acordo com a tipologia apresentada no início deste trabalho. Na quantificação de cada um desses tipos de autonomia do BC, são considerados alguns *itens*, como se pode ver no Quadro 4 seguinte. E em relação a cada um desses *itens*, são possíveis várias respostas ou situações que são objecto de quantificação - veja-se no apêndice 1 a pontuação atribuída às possíveis respostas. Para cada BC, na obtenção do grau legal de independência, somam-se as pontuações obtidas. Isso significará que se atribui igual importância relativa a cada um dos *itens*, mas maior peso à independência política e à independência pessoal.

**QUADRO 4 – METODOLOGIA PARA A CONSTRUÇÃO DE UM ÍNDICE DE INDEPENDÊNCIA LEGAL**

Independência Pessoal	1. Nomeação dos elementos constituintes do órgão de decisão da política monetária.
	2. Duração do mandato de mais de metade desses elementos nomeados.
	3. Participação de membros ou representantes do Parlamento e/ou do Governo nas reuniões do BC.
Independência Política	4. Autoridade final sobre a política implementada.
	5. Estabilidade dos preços prevista nos objectivos.
	6. Supervisão bancária prevista nos objectivos.
	7. Liberdade na escolha de instrumentos de política monetária.
Independência Económica e Financeira	8. Concessão de crédito ao Governo.
	9. Autonomia de capital do BC.

Serão oportunas algumas observações: apesar da literatura não ter encontrado sustentação empírica inequívoca de que maior supervisão bancária seja sinal de menor independência do BC, esta constitui um dos aspectos na avaliação da independência dos BCs que aqui se considera, admitindo-se que maior supervisão bancária significará menor autonomia do BC (ainda que apenas em período curto). Por outro lado, um dos aspectos considerados na independência económica reside na ‘autonomia de capital’. Apesar de teoricamente merecer alguma importância na quantificação da independência dos BCs, no tratamento que se faz neste trabalho, não é usada no cálculo do grau de independência,

uma vez que a maior parte dos quadros legais analisados são omissos com respeito a esse aspecto<sup>172</sup>.

Neste trabalho, através da análise da Lei-Quadro de cada um de 28 BCs que constituem a amostra<sup>173</sup>, calculou-se o respectivo grau de independência seguindo os critérios sugeridos neste trabalho (veja-se apêndice 1). Assim, foi possível obter-se os resultados que se encontram em apêndice, nos Quadros A.3 e A.4.

Também em apêndice, o Quadro A.2 apresenta uma matriz de quantificação da independência de vários BCs, de acordo com as medidas propostas por vários autores. Os resultados aí apresentados correspondem aos referidos pelos mesmos autores nos seus artigos, apenas com exceção dos correspondentes ao caso do BCE e à coluna respeitante à avaliação sobre a independência feita segundo a medida aqui sugerida. Nessa mesma matriz também se apresentam os resultados relativos à avaliação da responsabilização dos 28 BCs feita no presente trabalho, segundo a medida de De Haan, Amtenbrink e Eijffinger (1998).

### **IV.3. Avaliação empírica das consequências da independência**

Grande parte da literatura que trata empiricamente a questão da independência dos BCs testa fundamentalmente os efeitos sobre a inflação e sobre o crescimento do produto real, conforme se pode ver no Quadro A.1, em apêndice a este trabalho. No entanto, não convém desprezar as relações entre independência do BC e outras variáveis.

Ao interpretar-se os resultados empíricos sugeridos por cada um dos estudos, não deve esquecer-se, porém, que estão dependentes pelo menos da amostra escolhida de países e das próprias medidas de independência usadas (que comportam defeitos) e que os resultados podem dever-se ao esquecimento de outras variáveis explicativas na

---

<sup>172</sup> Será ainda oportuno uma explicação do *item* '8. Concessão de crédito ao Governo'. Nesta rubrica considera-se a própria participação do BC no mercado primário da dívida pública.

<sup>173</sup> A amostra é constituída por Argentina, Chile, países da OCDE (excluindo-se os casos dos BCs de Áustria, Grécia, Itália e Polónia, devido à indisponibilidade de informação sobre os seus estatutos legais) e o BCE.

especificação estimada. Tudo isto complica qualquer tentativa de fazer comparações entre os vários estudos.

### ***IV.3.1. Independência do Banco Central e inflação***

A delegação da política monetária num BC independente é defendida principalmente por causa dos seus efeitos benéficos sobre a inflação, sendo de esperar que um aumento do grau de independência do BC conduza a menor nível e variabilidade da inflação, uma vez que a delegação da política monetária a um BC independente isola-a da influência de alterações de Governo, alterações estas que estariam relacionadas com períodos de inflação mais variável<sup>174</sup> (Alesina, 1988). A maior parte dos estudos analisados sustenta essa mesma conclusão<sup>175</sup>.

Alguns autores, no entanto, não mostram tanta certeza quanto à alegada correlação negativa entre independência e inflação.

Prast (1996a) não encontrou nenhum efeito significativo da independência sobre a inflação, quando aquela é medida por um índice, no seu entender, mais adequado<sup>176</sup>. De acordo com van Aarle, *et al.* (1995), quando se estuda as consequências da interação estratégica entre as autoridades monetárias e orçamentais, a independência do BC pode ter resultados opostos, em matéria de inflação. Num equilíbrio cooperativo entre as duas autoridades, um BC mais independente provoca maior inflação de longo prazo, basicamente por causa da elevada acumulação de dívida pública que a independência induz. Todavia, num equilíbrio não cooperativo, maior independência do BC pode contribuir para a redução da inflação de longo prazo.

Cargill (1995), por seu lado, refere que a correlação negativa referida não é robusta, pois depende dos países incluídos na amostra e da própria especificação do modelo. Anyadike-Danes (1995) também colabora nesta discussão, afirmando que a força com que se faz sentir aquela correlação está bastante dependente do regime de taxas de câmbio

---

<sup>174</sup> Se as autoridades monetárias fossem dominadas pelos políticos eleitos.

<sup>175</sup> Cf. Quadro A.1, em apêndice.

<sup>176</sup> Apesar disso, mostram-se como significativos os efeitos negativos, sobre a inflação, de combinações de certos aspectos que reflectem independência.

adoptado pelos países considerados na amostra. Em particular, para os países com taxas de câmbio fixas, a ligação entre independência e os resultados de inflação é muito mais fraca do que para o caso dos países que vivem sob um regime de câmbios flexíveis. Eijffinger e van Keulen (1995) concluem que a relação negativa de que se está a falar é verdadeira só quando se consideram na amostra os países cujos BCs têm o seu quadro legal inalterado há mais de cinco anos.

Como se deve ter reparado, é difícil concluir inequivocamente que há um sentido de causalidade da independência para a inflação<sup>177</sup>. O que se pode dizer é que a evidência empírica sustenta, na sua generalidade, uma correlação negativa entre a independência do BC e a inflação, que não é uma relação sempre contínua ao longo do tempo (Schiemann, 1997).

#### ***IV.3.2. Independência do Banco Central e crescimento económico***

O modelo de Rogoff (1985) previa que a delegação da política monetária a um BC ‘conservador’ e independente conduzisse a perdas no produto, na medida em que a decisão de delegação estava na base de um *trade-off* entre flexibilidade e credibilidade.

A maior parte dos testes empíricos realizados não encontraram significância estatística para uma relação negativa entre independência do BC e o nível do produto e de crescimento económico<sup>178</sup>, indiciando que a atribuição de independência a um BC só traria benefícios; seria um ‘almoço grátis’<sup>179</sup>.

Alguns autores detectaram uma relação positiva entre independência do BC e crescimento económico. De Long e Summers (1992) mostraram que quando consideravam na estimação o nível de produto inicial, a independência tinha um efeito positivo sobre o crescimento. Testes levados a cabo por Cukierman, *et al.* (1993)

---

<sup>177</sup> Cukierman, Webb e Neyapti (1992) falam acerca de um ciclo vicioso da inflação. De acordo com a maior parte dos resultados empíricos, menor independência propicia maior inflação. Mas, quando esta assume valores elevados, um aumento da inflação destrói gradualmente a independência do BC. Neste contexto, é difícil dizer-se qual o sentido da causalidade.

<sup>178</sup> Cf. Quadro A.1, em apêndice. Jordan (1998), por exemplo, mostra empiricamente que a independência dos BCs não exerce nenhum efeito significativo (nem positivo, nem negativo) sobre as taxas de crescimento médio do produto.

<sup>179</sup> “*Thus having an independent central bank is almost like having a free lunch; there are benefits but no apparent costs in terms of macroeconomic performance*” (Grilli *et al.*, 1991, p. 375).

estenderam os trabalhos anteriores e mostraram que menor independência do BC tem um impacto negativo sobre o crescimento. Os autores mostraram que esse resultado era robusto à possibilidade de ocorrer simultaneidade entre crescimento, inflação e rotação do governador do BC (medida de independência do BC usada).<sup>180</sup>

Eijffinger e De Haan (1996b) justificam o eventual estímulo positivo da independência do BC sobre o crescimento económico, por duas vias: maior independência será sinal de, por um lado, menor incerteza acerca da inflação futura e por outro, de melhor funcionamento do mecanismo de preços. Todavia, Cukierman, *et al.* (1993) lembram que maior independência do BC também poderá significar a redução do crescimento económico de médio e longo prazo, por via da redução do conjunto de políticas possíveis de manutenção do pleno emprego.

Em relação ao possível efeito da independência sobre a variabilidade do crescimento económico, alguns estudos mostram uma relação positiva (por exemplo, Fischer, 1995a); alguns outros não encontram sustentação empírica para uma tal relação. Este último resultado é explicado por Alesina e Gatti (1995). A independência dos BCs, para além de contribuir para a redução das flutuações do produto que se devam ao ciclo político, aumenta o impacto de outras fontes de flutuações no produto. A soma destes dois efeitos de sinais contrários será um resultado ambíguo. Isso é consistente com o resultado de Alesina e Summers (1993) (falta de correlação entre a independência do BC e a variabilidade do produto).

Permaneça-se, portanto, à espera de prova inequívoca de uma relação entre independência e variabilidade do crescimento económico, porque também Crosby (1998), embora mostre que a razão para a falta de correlação apresentada por Alesina e Summers (*op. cit.*) é a de que os países sujeitos a menor variabilidade do produto são os mais susceptíveis de estabelecer um BC independente, não obtém resultados capazes de ultrapassar a correlação nula entre independência do BC e a variabilidade do produto. Mas, no fundo, o autor também refere que não parece que aumentos na independência do BC aumentem a variabilidade do produto.

---

<sup>180</sup> Esse problema de simultaneidade tem as suas raízes no facto de se estar a testar o efeito da taxa de rotação sobre o crescimento económico, não se podendo esquecer que a instabilidade política tem efeitos sobre a rotação e sobre o crescimento, pelo que o coeficiente da variável poderia reflectir o efeito negativo

### IV.3.3. *Independência do Banco Central e o desemprego*

A avaliação dos efeitos do grau de independência do BC sobre o emprego tem estado sujeita a alguma investigação acerca das consequências da estrutura do mercado de trabalho sobre a taxa de desemprego.

De acordo com os resultados de Alesina e Summers (1993), o desemprego não parece estar correlacionado com as medidas usadas de independência do BC. No entanto, Cukierman (1997) refere um estudo feito por Hall e Franzese Jr. (1996) a 17 países da OCDE, que demonstra empiricamente que quando o grau de centralização na negociação salarial é suficientemente baixo, um maior nível de independência do BC está associado a maior desemprego; a níveis mais elevados de centralização, não foi identificada qualquer relação significativa entre as duas variáveis. Bleaney (1996), num estudo feito para os mesmos países, referiu que embora sendo aparente uma correlação positiva entre independência e desemprego, essa correlação afigurou-se sem significância estatística.

Com base em duas hipóteses altamente discutíveis, Cukierman (1997) raciocinou sobre estas questões no âmbito de um modelo de economia fechada, em que, em primeiro lugar, os sindicatos escolhiam um salário nominal (de acordo com um objectivo que teriam para o salário real) e de seguida, o BC escolhia uma taxa de inflação. Repare-se que os sindicatos escolheriam um salário superior ao de equilíbrio (no montante de um certo ‘prémio’), o que implicaria um certo desemprego<sup>181</sup>.

Cukierman (*op. cit.*) admite em primeiro lugar, que os sindicatos se preocupam com o problema da inflação, quanto mais não seja pelo facto de alguns dos seus rendimentos e, principalmente poupanças, não estarem indexados. Em segundo lugar, admite que o BC luta por manter um nível elevado de emprego, o que faz com que implemente uma política monetária acomodatória e crie inflação para reduzir um certo nível de desemprego adicional entretanto originado por causa das exigências dos sindicatos de salário nominal superior ao de equilíbrio.

---

do crescimento sobre a instabilidade política e, por via desta, sobre a rotação, em vez do efeito de maior rotação (menor independência) sobre o crescimento.

<sup>181</sup> E quanto maior fosse o ‘prémio’ exigido pelos sindicatos, maior seria o desemprego associado.

O valor do ‘prémio’ exigido pelos sindicatos depende, em sentido contrário, da internalização que os mesmos fazem dos efeitos que as suas reivindicações de salários nominais podem ter sobre a economia (nomeadamente sobre a inflação). E o grau dessa internalização está, por sua vez, dependente do grau de centralização (ou coordenação) no processo de negociação salarial. A internalização de que se fala deve-se ao facto dos sindicatos terem consciência de que a resposta do BC será uma taxa de inflação tanto maior quanto maior é o desemprego adicional gerado. Por isso, estarão dispostos a abdicar de acréscimos substanciais nos salários.

Em suma, a menor centralização na negociação salarial corresponderá a maior prémio exigido pelos sindicatos, porque de acordo com Calmfors e Driffill (1988), quanto menor é a coordenação, menor é a internalização pelos sindicatos dos efeitos das suas reivindicações sobre a economia e, logo, maior é o ‘prémio’ de salário nominal exigido, de onde decorre maior desemprego. No entanto, a situação ainda se complica mais quando aumenta o grau de independência do BC; quanto mais independente é o BC, menor é a taxa de inflação de equilíbrio, o que significa menor sacrifício dos sindicatos em termos de ‘prémio’ de salários, favorecendo a reivindicação de maiores prémios, daí decorrendo ainda maior desemprego. Isto significa que, a níveis suficientemente baixos de centralização no processo de negociação salarial, maior independência do BC pode significar maior desemprego para a economia.

Apesar da força dos argumentos apresentados por Cukierman (*op. cit.*), não está inequivocamente provada a relação entre independência e desemprego, tanto mais que Fuhrer (1997) mostrou que numa análise empírica *crosssection* (entre países), a correlação acima referida é não significativa, embora se possa dizer que quando aumenta a independência do BC, se assiste a aumentos da taxa de desemprego. O que parece gerar acordo é a ideia de que a estrutura do mercado de trabalho tem influência sobre aquela relação.

#### ***IV.3.4. Independência do Banco Central e os custos de desinflação***

Será razoável, pela própria evidência empírica, afirmar-se que países com BCs mais independentes apresentem menores taxas de inflação. Aceitando-se que a redução da

inflação parece ser mais custosa a níveis de inflação baixos<sup>182</sup>, pode afirmar-se que a independência do BC conduza a maiores custos de desinflação, proposição que não é, contudo, confirmada empiricamente por Epstein (1992) ou por Posen (1995 e 1998).

Andreas Fischer (1996), investigou a hipótese de num processo de redução da inflação, os países com BCs mais independentes incorrerem em menores perdas de produto do que os países cujos BCs eram menos independentes. Esta hipótese fundamentava-se basicamente em duas ideias: por um lado, a independência poderia oferecer um bónus de credibilidade ao BC; por outro, como o rácio de sacrifício é uma função decrescente da velocidade da redução da inflação (Ball, 1993), estando esta relacionada positivamente com o grau de independência do BC, seria possível que maior independência significasse menor rácio de sacrifício. No entanto, o resultado da investigação empírica foi de que à maior independência estariam associados maiores rácios de sacrifício.

Este facto é confirmado por Walsh (1995d) e Jordan (1997). E em relação aos benefícios no produto decorrentes da inflação, Jordan (*op. cit.*) refere que a independência do BC não conduz a maiores rácios de benefício.

Estes resultados sugerem que os mercados não atribuem nenhum bónus de credibilidade ao BC pelo facto deste ser mais independente.

#### ***IV.3.5. Independência do Banco Central e taxas de juro reais***

Se maior independência do BC for interpretada como condição para maior estabilidade de preços, há-de corresponder-lhe uma diminuição das taxas de juro reais, quanto mais não seja pela redução do prémio de risco incluído nas taxas de juro.

No que se refere aos efeitos sobre a variabilidade das taxas de juro, Cukierman (1996) defende que por causa de uma associação negativa entre variabilidade da inflação (e das taxas de juro nominais) e a independência do BC, existirá uma relação negativa entre a independência do BC e a variância das taxas de juro reais.

---

<sup>182</sup> O custo que aqui se refere é aferido pelo rácio de sacrifício que corresponde à perda de produto decorrente de uma redução da inflação. A respeito do rácio de sacrifício, veja-se Ball (1993) que analisou as suas determinantes.

Do ponto de vista dos resultados empíricos, Alesina e Summers (1993) não encontraram nenhuma relação clara entre a independência do BC a as taxas de juro reais. Encontraram apenas uma relação negativa com respeito à variabilidade das taxas de juro reais, atribuindo este resultado à associação negativa entre a variabilidade da inflação e o grau de independência do BC. Cukierman, *et al.* (1993) e Cukierman e Webb (1995)<sup>183</sup> concluíram que à maior independência do BC corresponderiam menores e menos variáveis taxas de juro reais.

#### ***IV.3.6. Independência do Banco Central, comportamento das autoridades orçamentais e acomodação monetária dos défices orçamentais***

Não será estranho constatar-se uma certa influência do grau de independência dos BCs sobre a política orçamental, por via de dois canais, fundamentalmente: maior independência poderá constituir-se, por um lado, como um encorajamento à maior disciplina orçamental (um BC independente não irá financiar o défice orçamental directamente, nem proporcionará um acesso privilegiado ao crédito, nem irá depreciar o valor real da dívida pública através da inflação) e, por outro lado, como um favorecimento à maior actividade orçamental. Na opinião de Bénassy e Pisani-Ferry (1994), os efeitos de sinais contrários dos dois canais sobre a política orçamental, tendem a neutralizar-se<sup>184</sup>.

Numa situação de independência relativamente ao poder político e ao Governo, o BC fica mais protegido, pelo que será de esperar que acomode menos ou, em caso mais extremo, não acomode nada dos défices orçamentais. Cukierman (1992) e Cukierman, Webb e Neyapti (1992) concluíram por uma relação positiva e significativa entre a taxa de rotação dos governadores do BC e o crédito concedido ao sector público, apesar de De Haan e Sturm (1992), utilizando outras medidas de independência, terem afirmado que os resultados empíricos são dúbios com respeito à relação admitida. E, focando a atenção numa amostra de países em desenvolvimento, enquanto Fry (1998) não encontra

---

<sup>183</sup> Cukierman e Webb (1995) usaram como medida da independência, a vulnerabilidade política do BC.

<sup>184</sup> Não é essa a opinião de Doi (1998) que demonstra teoricamente que maior independência do BC exerce um efeito líquido redutor e disciplinador da política orçamental. Com um BC independente a própria despesa pública é determinada aos níveis de maior eficiência.

sustentação empírica para uma relação entre o crédito concedido pelo BC e o seu grau de independência, Sikken e De Haan (1998) mostram existir uma correlação negativa entre independência e acomodação dos défices orçamentais.

Para além da menor acomodação monetária do défice, será provável que a atribuição de independência ao BC tenha efeitos sobre a dimensão dos défices orçamentais. A este respeito, Burdekin e Laney (1988) referem que os défices orçamentais são menores nos países dotados de BCs independentes, apesar da fraca significância estatística obtida. Não significativa é a relação negativa encontrada por Grilli, *et al.* (1991) e por De Haan e Sturm (*op. cit.*). Fazendo uso da medida de independência já usada em Alesina e Summers (1993) (média de AL e GMT), Pollard (1993) concluiu que numa amostra de 16 países desenvolvidos, maior independência do BC significava menor variância do défice orçamental como percentagem do produto.

Eijffinger e De Haan (1996b), com alguma prudência, defendem que não se pode dizer que um BC independente obste à criação de défices orçamentais, embora possa exercer alguma influência limitativa sobre as políticas prosseguidas pelo Governo, o que foi confirmado pela relação (ainda que ténue) entre independência do BC e disciplina orçamental demonstrada por Bénassy e Pisani-Ferry (*op. cit.*). Estes autores apresentaram resultados empíricos que sustentam uma relação fraca entre a independência do BC e a disciplina orçamental (países com BCs independentes geralmente evitam políticas orçamentais não sustentáveis), ao passo que não encontraram nenhuma relação entre independência do BC e o grau de activismo orçamental. Com essa evidência empírica, foram levados a concluir que na explicação de diferenças de comportamento orçamental das várias economias estarão outros factores mais importantes, para além da forma institucional e estatutária do BC<sup>185</sup>.

Berument (1998), por seu lado, incorporou o efeito da independência do BC no modelo de financiamento óptimo do Tesouro, de forma a testar a influência daquela nas receitas de senhoriagem, não num quadro de *trade-off* entre inflação e produto ou entre inflação e taxa de crescimento, mas numa situação de *trade-off* entre impostos e senhoriagem. Neste

---

<sup>185</sup> Esses outros factores explicativos das diferenças de comportamento orçamental entre os países, designados pelos autores são: a estrutura do Estado (unitária ou federal); as regras que se fixam para a preparação do orçamento; os procedimentos de discussão e de votação do orçamento pelo Parlamento; o grau de disciplina sobre a execução das leis das finanças e as condições sócio – políticas gerais do país.

contexto e para o período de 1972-89, o autor mostrou que países com níveis mais elevados de independência do BC geram menores receitas de senhoriagem (aproximadas pela taxa de crescimento da base monetária e pela inflação). Essa conclusão era robusta à utilização de diversos índices de autonomia do BC. Posen (1998), por seu lado, num estudo empírico feito a 17 países da OCDE e para o período de 1950-89, não encontrou sustentação empírica de que maior independência do BC estivesse associada a menores receitas de senhoriagem.

#### ***IV.3.7. Outros efeitos eventuais da independência do Banco Central***

Em artigo relativamente recente, Froyen e Waud (1995) afirmaram que uma maior independência do BC estaria associada a um *trade-off* entre inflação e desemprego mais favorável nos países desenvolvidos, não se identificando nenhuma relação significativa para o caso dos países em desenvolvimento. Schiemann (1997), por seu lado, mostra que na presença de choques da oferta, BCs relativamente mais independentes criam um ambiente de melhor combinação dos objectivos de inflação e de desemprego.

#### **IV.4. Em síntese**

Neste capítulo deu-se relevo à justificação empírica da independência de BCs. Pretendeu-se, por isso, apresentar algumas medidas de independência, concluindo-se que por via das diferenças existentes entre os vários índices, se tornava um pouco complicado estar-se a comparar as conclusões dos vários trabalhos que se tenham debruçado sobre uma determinada perspectiva de influência da independência dos BCs. A parte final deste capítulo foi dedicada à avaliação empírica das eventuais consequências da atribuição de independência a um BC. Embora a generalidade da literatura empírica refira os efeitos sobre a inflação e o produto (e crescimento), foram abordadas outras variáveis cujo comportamento também poderá ser influenciado pelo grau de independência atribuída ao BC.

A correlação entre independência do BC e inflação é a mais sublinhada, sendo que menor nível e variabilidade de inflação estará associado a maior nível de independência, não se conhecendo com certeza o sentido de causalidade entre as variáveis. Apesar desses resultados empíricos, Van Aarle *et al.* (1995) demonstraram que num quadro de equilíbrio cooperativo entre as autoridades orçamental e monetária, um BC mais independente pode provocar maior inflação a longo prazo, basicamente por via da elevada acumulação de dívida pública que a independência induz. Cargill (1995) refutou a correlação negativa referida, por serem resultados empíricos não robustos à alteração da amostra ou do modelo.

Grande parte dos testes empíricos sugerem que a independência é um almoço grátis (Grilli *et al.*, 1991), devido à ausência de sustentação de uma relação entre independência e crescimento económico. Todavia, como referido anteriormente, alguns estudos concluíram por uma relação positiva (De Long e Summers, 1992 e Cukierman *et al.*, 1991). Conclusão ambígua é a que está associada ao efeito da independência sobre a variabilidade do produto, não obstante não parecer a Crosby (1998) que aumentos do grau de autonomia do BC tornem o produto mais variável, antes pelo contrário.

Finalmente, como seria de esperar, ainda que alguns resultados sejam dúbios, Sikken e De Haan (1998) apresentam evidência empírica que demonstra existir uma correlação negativa entre independência do BC e acomodação de défices orçamentais. Também são encontrados indícios de uma relação negativa entre a autonomia atribuída ao BC e a dimensão dos défices orçamentais.

Espera-se que novos estudos venham a contribuir com novas conclusões e esclareçam os problemas com que se debate, actualmente, a argumentação empírica a favor da delegação da política monetária num BC independente. Efectivamente, é crescente a onda de críticas aos índices de independência usados (ex. Mangano, 1997) e aos resultados obtidos, em particular, à falta de precisão do sentido de influência das variáveis (qual é a variável explicada e qual é a explicativa?).

## V. DETERMINANTES DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL

### V.1. Introdução

Nos modelos que se basearam em Rogoff (1985), o grau de independência do BC estava relacionado com o grau de ‘conservadorismo’ do banqueiro central, muito embora Eijffinger e Schaling (1996) sublinhem que independência e ‘conservadorismo’ são coisas diferentes<sup>186</sup>. Em Lohmann (1992), o grau de independência estava associado ao custo político de ultrapassagem das decisões do BC pelo poder executivo. E na abordagem de contratos, o grau de independência estaria reflectido na penalização prevista pelo insucesso no alcance do objectivo fixado pelo principal.

A definição de independência conduz à discussão das suas determinantes. Neste capítulo interessará desenvolver cada uma das várias determinantes que a literatura foi sugerindo, assim como as críticas e testes feitos às mesmas.

Vai usar-se aqui a metodologia proposta por Cukierman (1996). Este distinguiu duas classes de determinantes: por um lado, aquilo que designou serem determinantes teóricas (secção v.3) e, por outro, aquelas que resultam dos modelos de estratégia na política monetária (secção v.2), onde serão importantes os factores que aumentem o enviesamento inflacionista da política monetária. Este capítulo terminará com um quadro de síntese dos efeitos de cada uma das determinantes sobre o grau de independência dos BCs.

---

<sup>186</sup> Veja-se sobre isto referência no capítulo relativo à determinação do grau óptimo de independência e de ‘conservadorismo’ do BC.

## V.2. Determinantes resultantes dos modelos de política monetária<sup>187</sup>

### V.2.1. Determinantes apoiadas no modelo já desenvolvido

A partir do modelo desenvolvido no capítulo relativo à determinação do grau óptimo de independência e ‘conservadorismo’, consegue-se determinar a influência de quatro variáveis exógenas sobre aquele valor óptimo. Assim, nesta secção, apresenta-se uma explicação do sentido de cada uma dessas quatro determinantes, após o que se procederá a uma análise de estática comparativa, admitindo-se uma situação inicial e outras quatro situações decorrentes da alteração de cada uma das determinantes, *ceteris paribus*.

Na determinação do grau óptimo de independência e de ‘conservadorismo’, recorreu-se a um método gráfico, sendo que o valor óptimo,  $(\phi d)^*$ , era encontrado na intersecção de duas linhas representativas das funções:

$$(61') \quad F(\phi d) = \frac{[(1 + \phi d)(1 - \beta)^2 + \varepsilon]^3 (u_{nat})^2}{(\sigma_s^2)(1 - \beta)^4 (1 + \phi d)^3}$$

$$(69) \quad G(\phi d) = \phi d$$

Para se verificar a maneira como as alterações nas variáveis exógenas (determinantes) provocam alterações no valor óptimo de  $(\phi d)^*$ , basta proceder da seguinte forma<sup>188</sup>:

- Se uma dessas variáveis exógenas conduzir a um aumento de  $F(\phi d)$  de tal maneira que  $F(\phi d) > G(\phi d)$ , para um dado  $(\phi d)$ , então  $(\phi d)^*$  deverá aumentar por forma a restaurar o equilíbrio. Por isso, será suficiente observar as derivadas parciais de  $F(\phi d)$  com respeito a cada uma das variáveis exógenas.

#### V.2.1.1. Taxa natural de desemprego

Mantendo-se o resto constante, um aumento da taxa natural de desemprego conduz a um maior grau óptimo conjunto de independência e ‘conservadorismo’ do BC,  $(\phi d)^*$ . Uma maior taxa natural implica uma maior taxa de inflação temporalmente consistente e,

<sup>187</sup> Esta secção deve algumas das afirmações a Eijffinger, Hoerberichts e Schaling (1995), Eijffinger e Schaling (1995a, b) e Eijffinger e Hoerberichts (1996).

<sup>188</sup> Tal como é sugerido em Eijffinger, Hoerberichts e Schaling (1995, p. 14).

consequentemente, uma maior componente de credibilidade a pesar na função de perda social. Isso significa um aumento no problema de credibilidade da sociedade. Por isso, mantendo-se constante o peso atribuído à estabilização da inflação *versus* estabilização do desemprego, o compromisso das autoridades monetárias na luta contra a inflação é demasiado baixo, exigindo-se um aumento do grau óptimo,  $(\phi d)^*$ .

Em matéria de resultados empíricos, esta proposição não encontrou grande sustentação: Eijffinger e Schaling (1995a, b) e De Haan e Van't Hag (1995) não detectaram nenhuma relação positiva entre independência do BC e taxa natural de desemprego, muito embora se possa criticar esse resultado, pelo facto destes últimos autores não terem considerado as possíveis diferenças entre os países em termos da taxa de desemprego desejada. Posição semelhante têm Eijffinger e De Haan (1996a) ao se basearem nos resultados de alguns estudos empíricos sobre a importância da taxa natural de desemprego como determinante da independência dos BCs.

Não parece existir sustentação empírica forte para a defesa desta determinante.

#### **V.2.1.2. Importância atribuída pela sociedade ao desemprego**

Um acréscimo da importância relativa atribuída pela sociedade ao desemprego,  $\varepsilon$ , implica que a taxa de inflação temporalmente consistente cresça, aumentando o problema de credibilidade. Com um peso atribuído à estabilização da inflação inalterado, a comparação entre credibilidade e flexibilidade precisa de ser ajustado em favor de um aumento do grau óptimo,  $(\phi d)^*$ .

#### **V.2.1.3. Variância dos choques de produtividade**

Quanto maior é a variância dos choques de produtividade, menor será o grau óptimo de independência e 'conservadorismo' do BC. Se aumentar a variância dos choques de produtividade, *ceteris paribus*, a economia torna-se mais instável, aumentando a necessidade de uma política de estabilização activa e tendo que se deslocar o peso mais a favor da flexibilidade do que da credibilidade, no *trade-off* de Rogoff (*op. cit.*); com um peso atribuído à estabilização da inflação inalterado, a comparação entre credibilidade e

flexibilidade precisa de ser deslocado mais para a acomodação monetária, defendendo-se um menor valor para  $(\phi d)^*$ .

Eijffinger e Schaling (1995a, b) apresentam resultados empíricos que sustentam uma relação negativa e significativa entre o grau ótimo de independência do BC e a determinante aqui sugerida. Crosby (1998) mostra empiricamente que são os países que sofreram pequenos choques reais, os mais susceptíveis de escolher BCs independentes, especialmente nos países industrializados.

Ainda a respeito desta determinante, Cukierman (1992) refere que nos casos em que os mercados sejam caracterizados por maior flexibilidade de salários e de preços e, por isso, menor sensibilidade do emprego e do produto aos choques, BCs relativamente mais independentes serão mais facilmente tolerados pelo Governo.

#### **V.2.1.4. Intensidade de resposta do desemprego à inflação não antecipada (benefícios de inflação não antecipada)**

Num ambiente em que a sociedade esteja relativamente pouco preocupada com o problema da inflação, quanto maiores forem os benefícios decorrentes da inflação não antecipada (declive da curva de Phillips), tanto maior será o grau ótimo de independência e ‘conservadorismo’ do BC.

Se os benefícios da inflação não antecipada aumentarem, torna-se mais tentador provocar aumentos de inflação na economia. Assim, o problema da credibilidade da sociedade ganha importância. Com a ênfase na estabilização da inflação inalterada, a comparação entre credibilidade e flexibilidade precisa de ser deslocada em direcção a um maior compromisso com a estabilidade dos preços<sup>189</sup>.

Note-se que este efeito positivo de  $[(1-\beta)^{-1}]$  sobre o  $(\phi d)^*$ , não é totalmente certo. Eijffinger, Hoerberichts e Schaling (1995) apresentaram a possibilidade desse efeito ser negativo. Isso ocorreria quando:

<sup>189</sup> No entanto, a expressão  $[(1-\beta)^{-1}]$  representa também um multiplicador dos choques de produtividade ( $s$ ). E quanto maior for esse multiplicador, mais instável se torna a economia e mais necessária se torna a estabilização da economia.

$$\varepsilon < \frac{1}{2}(1+\phi d)(1-\beta)^2, \quad \text{donde} \quad \frac{\partial(\phi d)}{\partial\left(\frac{1}{1-\beta}\right)} < 0.$$

No entanto, o que parece verificar-se com mais probabilidade é o caso em que:

$$\varepsilon > \frac{1}{2}(1+\phi d)(1-\beta)^2, \quad \text{donde decorre que:} \quad \frac{\partial(\phi d)}{\partial\left(\frac{1}{1-\beta}\right)} > 0.$$

### V.2.1.5. Análise de estática comparativa

De seguida, faz-se uma ilustração destas quatro proposições. Provocam-se alterações no valor de cada uma daquelas variáveis exógenas, mantendo-se o resto constante, e observa-se os resultados em termos do valor conjunto óptimo de ‘conservadorismo’ e de independência do BC, dado pela intersecção de duas linhas, como já foi referido em páginas anteriores.

Como padrão de comparação, usam-se os valores da situação inicial (0)<sup>190</sup>. As situações (1), (2), (3) e (4) correspondem a aumentos em, respectivamente, taxa natural de desemprego, importância relativa atribuída pela sociedade ao desemprego, variância dos choques de produtividade e intensidade de resposta do desemprego à inflação não antecipada.

QUADRO 5 – AVALIAÇÃO DO EFEITO DE ALGUNS DETERMINANTES DO GRAU ÓPTIMO DE INDEPENDÊNCIA E ‘CONSERVADORISMO’.

Situação	Variáveis exógenas				$(\phi d)^*$	Sentido do efeito
	$u_{nat}$	$\varepsilon$	$\sigma_s^2$	$\beta$		
Inicial (0)	0,50	0,30	0,0625	0,20	<b>3,456</b>	-----
(1)	<b>1,00</b>	0,30	0,0625	0,20	11,442	+
(2)	0,50	<b>0,60</b>	0,0625	0,20	4,207	+
(3)	0,50	0,30	<b>0,2025</b>	0,20	1,360	-
(4)	0,50	0,30	0,0625	<b>0,60</b>	2,394	-
(0')	0,50	<u>0,70</u>	0,0625	0,20	<b>4,436</b>	-----
(4')	0,50	<u>0,70</u>	0,0625	<b>0,60</b>	4,102	-
(4'')	0,50	<u>0,70</u>	0,0625	<b>0,70</b>	4,472	+

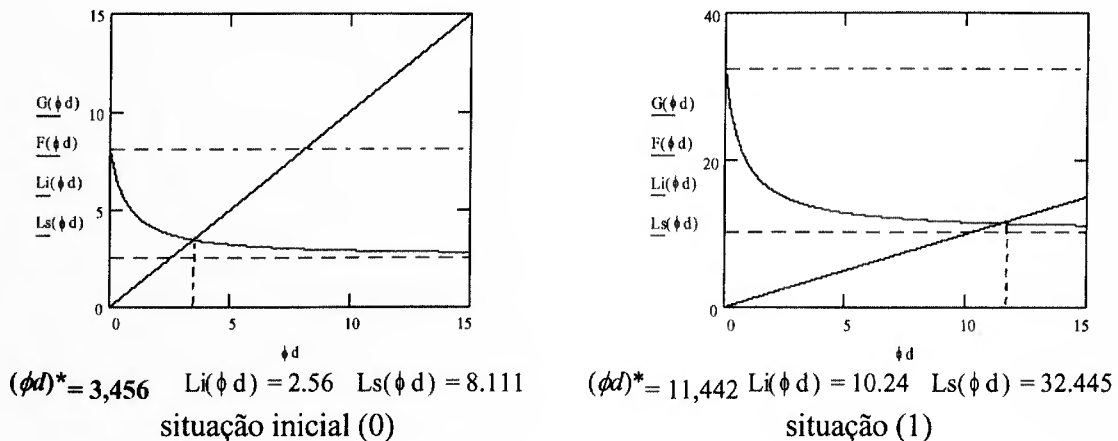
<sup>190</sup> Note-se que não houve qualquer cuidado especial na escolha dos valores iniciais assumidos pelas variáveis.

Por observação deste quadro de valores (Quadro 5), confirma-se as proposições referidas em matéria de algumas determinantes do grau ótimo de independência e ‘conservadorismo’ do BC. No entanto, quando se compara a proposição relativa à influência da intensidade de resposta do desemprego à inflação não antecipada sobre o grau ótimo, com os valores do Quadro 5, parece estar-se perante uma inconsistência. Ora, o que acontece é que a situação inicial (0) não obedece à restrição imposta por Eijffinger, Hoerberichts e Schaling (*op. cit.*), i.e., não obedece a:  $\varepsilon > \frac{1}{2}(1 + \phi d)(1 - \beta)^2$ . Por isso, procurou-se construir uma outra situação inicial que satisfizesse essa condição. Desta forma resultou a situação (0') que servirá de padrão de comparação.

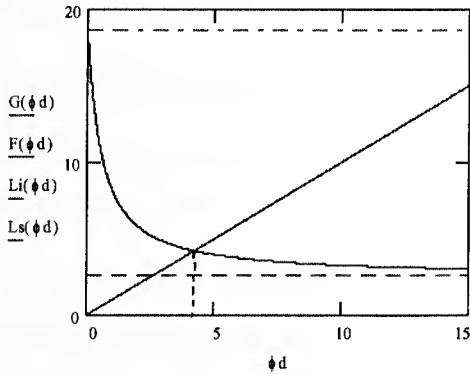
Todavia, mais uma vez, na situação (4'), obtém-se um resultado incoerente com a proposição avançada em páginas anteriores; segundo Eijffinger, Hoerberichts e Schaling (*op. cit.*), quanto maiores forem os benefícios da inflação não antecipada, tanto maior será o grau ótimo definido, mas no Quadro 5 observa-se uma redução de  $(\phi d)^*$  ao passar de (0') para (4'). O problema mantém-se na necessidade de ser satisfeita a restrição já referida. Finalmente, na situação (4'') obtém-se o resultado pretendido, uma vez satisfeita aquela restrição.

A seguir representam-se as várias figuras geométricas correspondentes às situações descritas.

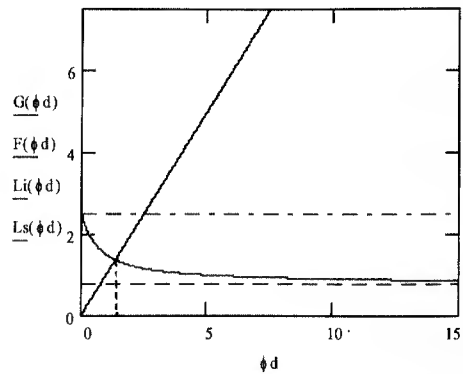
FIGURA 2 – AVALIAÇÃO GEOMÉTRICA DO EFEITO DE ALGUMAS VARIÁVEIS SOBRE O GRAU ÓPTIMO DE INDEPENDÊNCIA E ‘CONSERVADORISMO’, (NUMA ANÁLISE DE ESTÁTICA COMPARATIVA)



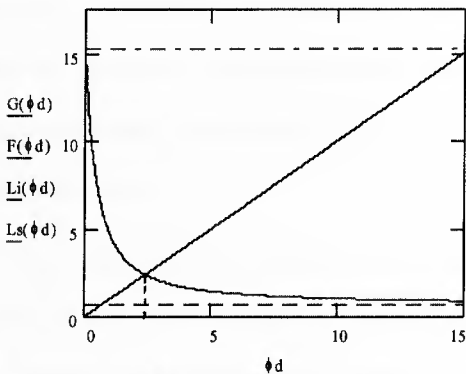
**FIGURA 2 – AVALIAÇÃO GEOMÉTRICA DO EFEITO DE ALGUMAS VARIÁVEIS SOBRE O GRAU ÓPTIMO DE INDEPENDÊNCIA E ‘CONSERVADORISMO’, (NUMA ANÁLISE DE ESTÁTICA COMPARATIVA) (CONT.)**



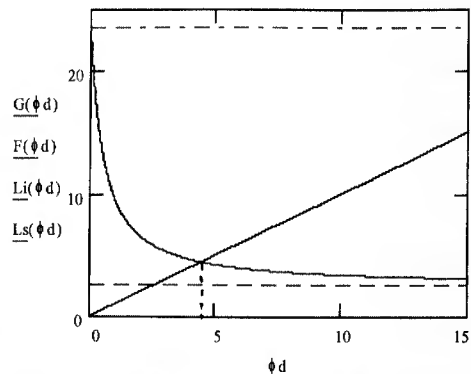
$(\phi d)^* = 4,207$   $Li(\phi d) = 2.56$   $Ls(\phi d) = 18.619$   
situação (2)



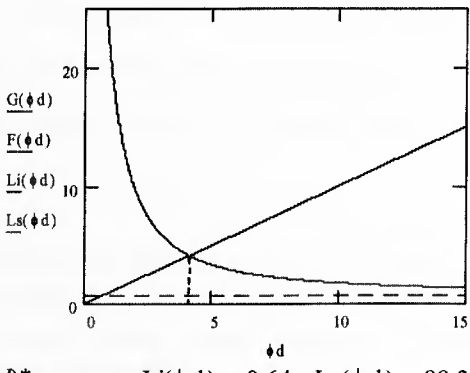
$(\phi d)^* = 1,36$   $Li(\phi d) = 0.79$   $Ls(\phi d) = 2.503$   
situação (3)



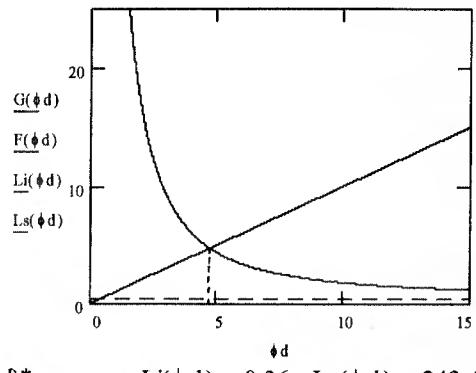
$(\phi d)^* = 2,394$   $Li(\phi d) = 0.64$   $Ls(\phi d) = 15.209$   
situação (4)



$(\phi d)^* = 4,436$   $Li(\phi d) = 2.56$   $Ls(\phi d) = 23.497$   
situação (0')



$(\phi d)^* = 4,102$   $Li(\phi d) = 0.64$   $Ls(\phi d) = 99.384$   
situação (4')



$(\phi d)^* = 4,472$   $Li(\phi d) = 0.36$   $Ls(\phi d) = 243.476$   
situação (4'')

## V.2.2. Outras determinantes resultantes de modelos teóricos

### V.2.2.1. Grau de instabilidade política

O nível de independência atribuído ao BC depende das decisões das autoridades políticas, que estão associadas ao processo legislativo e eleitoral.

As alterações políticas (e a instabilidade política<sup>191</sup>) que ocorrem num dado país podem influenciar a estrutura do BC. Há quem argumente que essa influência pode ir na direcção da atribuição de maior ou menor independência, ou até nenhuma influência<sup>192</sup>.

Como forma de melhor estudar o assunto, Cukierman (1994a) dividiu a instabilidade em duas classes, de acordo com a sua natureza: instabilidade político-partidária, caracterizada por alterações frequentes de Governo entre partidos políticos concorrentes, no contexto de um certo regime político; e instabilidade política de regime, caracterizada por alterações frequentes de regime político (ex. revoluções, golpes de Estado). O autor levantou a hipótese do primeiro tipo de instabilidade estar correlacionado positivamente com o grau de independência, enquanto que o segundo estaria correlacionado negativamente. No capítulo 23 da sua obra, Cukierman (1992) confirmou empiricamente essas hipóteses<sup>193</sup>.

Num outro artigo, Cukierman (1996) refere que se pode argumentar que quando os políticos, que estão no poder, se confrontam com uma probabilidade relativamente elevada de derrota nas eleições, são incentivados a delegar a autoridade sobre a política monetária a uma instituição apolítica, por forma a restringir e a dificultar a actuação do grupo político cuja probabilidade de eleição seja superior. Neste sentido, uma maior instabilidade política conduzirá a maior independência do BC.

Todavia, também se pode defender que maior instabilidade seja conducente a um BC mais subserviente do poder político. Assim, por exemplo, De Haan e Van't Hag (*op. cit.*), com uma amostra de países para os anos 70 e 80, tentaram ver qual a influência da

---

<sup>191</sup> Cukierman e Webb (1995, p. 401) apresentam uma escala de classificação do grau de instabilidade política.

<sup>192</sup> Crosby (1998) defende não existir evidência de que o grau de instabilidade política determine a independência do BC.

<sup>193</sup> Cukierman (1992) recorreu a índices quantitativos de instabilidade política construídos por Haggard, *et al.* (1991).

instabilidade política (usando dois índices: frequência de alterações apenas (da constituição) de Governo e frequência de alteração de orientação partidária) sobre a independência do BC. Concluíram por uma relação negativa e significativa entre as duas variáveis, quando a instabilidade era medida através do primeiro índice. Quanto ao segundo índice, os resultados não se mostraram significativos. Portanto, sintomas de que maior instabilidade política estaria associada a menor independência do BC.

Recorrendo à taxa de rotação de governadores para medir a independência do BC, Cukierman e Webb (1995) obtiveram resultados empíricos que permitem concluir que a instabilidade política aumenta a instabilidade no BC e enfraquece a sua independência em relação às autoridades políticas. Com os dados sobre a rotação de governadores de Cukierman, Webb e Neyapti (1992), De Haan e Siermann (1994) concluíram que apenas uma (“golpes de Estado”) das duas *proxies* usadas para instabilidade política, exercia um efeito negativo e significativo sobre a independência do BC.

A ambiguidade aqui referida sobre a influência da instabilidade política é de certa maneira esclarecida com Cukierman (1992), que admite a conjugação das duas perspectivas: Em países que apresentam um grau de coesão ou consenso interno suficientemente elevado, a maior instabilidade política estaria associada a maior grau de independência do BC; em países com consenso nacional baixo, a instabilidade política estaria associada a menor independência<sup>194</sup>.

Investigando a influência de quatro tipos de instabilidade política sobre uma medida de vulnerabilidade política (percentagem de vezes em que a alteração do Governo é seguida de uma alteração do governador do BC), Cukierman e Webb (1995), para um conjunto de países com diferentes níveis de desenvolvimento, no período de 1959 a 1989, verificaram que apenas se mostraram significativos a instabilidade política associada à alteração de regime democrático para autoritário (relação positiva), assim como o grau de desenvolvimento dos países (relação negativa).

Recentemente, Bagheri e Habibi (1998) analisaram os efeitos de duas variáveis (estabilidade política e liberdade política) sobre o grau de independência dos BCs. Os autores colocaram a hipótese de existir alguma relação entre essas variáveis, na medida em

---

<sup>194</sup> Refira-se que segundo Walsh (1995a), estas proposições de Cukierman não são suficientemente robustas.

que o surgimento de grupos de pressão política estaria dependente em grande medida, do nível de democracia do regime. Os resultados obtidos pelos autores confirmaram as hipóteses levantadas por Cukierman (1992), assim como também uma correlação positiva entre liberdade e estabilidade políticas e o grau de independência do BC.

#### **V.2.2.2. Montante da dívida pública e do défice orçamental**

Quanto maior é a dívida pública, com mais probabilidade os políticos irão delegar autoridade no BC e mais independente este será (Cukierman, 1994a), porque quanto maior é o montante de dívida que tem que ser colocada no mercado, mais importância atribuirão às expectativas de baixa inflação. Apesar deste resultado intuitivo, De Haan e Van't Hag (*op. cit.*) não encontraram nenhum efeito significativo do rácio da dívida pública (em termos do produto) sobre o grau de independência atribuído ao BC.

#### **V.2.2.3. Grau de abertura ao exterior da economia e variabilidade da taxa de câmbio real**

Estas duas determinantes da independência (identificada como 'conservadorismo' do BC), foram exploradas em Eijffinger e Schaling (1995b). Aqueles autores apresentam resultados empíricos que sustentam uma relação negativa e significativa entre cada uma destas duas determinantes e o grau óptimo de independência do BC, confirmando as proposições que fazem no seu artigo. Recentemente Crosby (*op. cit.*), numa regressão em que tentava explicar o grau de independência com a variância dos termos de troca (*proxy* dos choques reais), instabilidade política e intensidade de comércio (abertura da economia ao exterior), mostrou que o coeficiente da variável de abertura da economia, embora tivesse o sinal esperado, não era estatisticamente significativo<sup>195</sup>.

---

<sup>195</sup> O autor justificou tal resultado, argumentando que tal se devia talvez ao facto das *proxies* utilizadas para os choques reais não serem exógenas ao modelo.

### V.3. Determinantes teóricas do grau de independência do Banco Central

#### V.3.1. *Dimensão dos mercados financeiros e nível de intermediação financeira*

Cukierman (1992) mostrou que países com mercados financeiros mais largos são mais susceptíveis de ter BCs mais independentes do que os que têm mercados financeiros mais estreitos, uma vez que as perturbações decorrentes da inflação são proporcionais à dimensão do sector financeiro. Por isso, nas economias caracterizadas por mercados financeiros mais largos, dá-se mais apreço à estabilidade dos preços e, logo, à independência do BC, do que em mercados financeiros mais estreitos.

Mercados financeiros mais estreitos significam menor capacidade do Governo conseguir colocar a dívida pública, relegando o financiamento do excesso das despesas públicas na senhoriagem. Assim, terão motivos para preferir BCs relativamente menos independentes.

#### V.3.2. *Oposição pública e financeira à inflação*

Uma crítica levantada à correlação positiva entre independência e menor inflação funda os seus argumentos na ideia de que existe um terceiro factor comum às duas variáveis e responsável por aquela correlação: a oposição à inflação, cuja raiz é encontrada na experiência de elevada inflação passada, sentida pelo público em geral e pelo sector financeiro em particular.

Pode defender-se que um BC independente alimente uma inflação baixa, a curto e médio prazo; mas a longo prazo, talvez se possa falar da influência de uma elevada inflação sobre a decisão de atribuir maior independência ao BC, por causa da oposição à inflação que entretanto se vai gerando. As experiências amargas de elevada inflação ou mesmo hiper-inflação, sentidas por uma sociedade, fazem crescer uma oposição pública à inflação, o que favorecerá a sustentação de maior independência a atribuir ao BC<sup>196</sup>.

---

<sup>196</sup> A preocupação da sociedade com a inflação deverá ser relativamente forte, uma vez que elevada inflação pode mesmo destruir parcialmente a independência do BC (Cukierman, 1992, p. 448), dando a impressão de que a atribuição de independência a um BC é vista mais como uma medida preventiva do que propriamente como o remédio para a inflação.

Posen (1993b e 1995) advoga que as diferenças nacionais na independência do BC resultam efectivamente de diferenças na oposição financeira à inflação<sup>197</sup>. A autonomia do BC seria sustentada pelo sector financeiro como um meio de estabilidade dos preços a longo prazo<sup>198</sup>.

### *V.3.3. Supervisão das instituições financeiras*

A aceitação desta determinante está assente na preocupação quanto às consequências do BC em se preocupar com a estabilidade do sistema financeiro. Esta determinante explica-se, sucintamente, da seguinte maneira.

Os intermediários financeiros confrontam-se geralmente com um problema de assimetria de prazos nas suas operações activas e passivas: grande parte dos empréstimos que concedem são contratados a longo prazo, enquanto obtêm fundos (depósitos) a curto prazo. Isso torna-os vulneráveis a aumentos não antecipados nas taxas do mercado. Na ocorrência de tais aumentos, se o BC tiver responsabilidades de supervisão do sistema financeiro, zelando pela sua estabilidade, será levado a injectar liquidez no sistema para reduzir a ameaça de instabilidade. No caso de uma redução das taxas do mercado, o BC actua ao contrário, secando liquidez. No fundo, com estas operações, o BC suaviza o comportamento das taxas de juro, muito embora podendo preterir do objectivo da estabilidade dos preços<sup>199</sup>.

O maior ou menor compromisso do BC com a função de supervisão é susceptível de vir a determinar o grau de independência do BC (Eijffinger, 1997). No entanto, baseando-se num estudo de Goodhart e Schoenmaker (1993), Eijffinger e De Haan (1996a) referem que a supervisão sobre as instituições financeiras tem pouco impacto sobre a independência dos BCs. Já antes, De Haan e Sturm (1992) tinham concluído que isolar o BC da responsabilidade de supervisão bancária não teria significado sobre a sua

---

<sup>197</sup> Posen (1993a) testou quatro proposições em matéria de indicadores que explicam e medem a oposição financeira à inflação e que constituem ainda determinantes últimas da independência do BC.

<sup>198</sup> De Haan e Van't Hag (1995) demonstraram uma relação positiva e significativa entre a inflação de muito longo prazo e o grau de independência (medido através de três índices).

<sup>199</sup> Sobre esta determinante, pode ver-se o tratamento feito por Cukierman (1992, cap. 7). Para além disso, Goodhart e Schoenmaker (1995) consideram a questão da separação entre a política monetária e as responsabilidades de supervisão bancária. Aí o argumento principal para a separação de funções reside no conflito de interesses.

independência. Três anos após, De Haan e Van't Hag (*op. cit.*) mostraram que maior supervisão bancária estaria associada a menor grau de independência do BC. No entanto, apenas detectaram uma relação significativa para uma das três medidas de autonomia usadas. Estes resultados dão pouco suporte à defesa da supervisão bancária como uma determinante da independência do BC.

#### ***V.3.4. Custos de remoção da independência do Banco Central***

Embora não seja objecto de tratamento muito alargado, é importante falar-se acerca de que se perde se alguém, em princípio, o órgão legislativo, retirar o estatuto de independência ao BC. De acordo com referências em Moser (1997), alguns artigos, nomeadamente, Rogoff (1985), Lohmann (1992), Cukierman (1994a), Alesina e Gatti (1995), Eijffinger e Schaling (1995a) e Jensen (1997), não negligenciaram os custos de remoção da independência (ou de ultrapassagem das decisões do BC).

Moser (*op. cit.*) defende que a credibilidade do próprio processo de delegação da política monetária a um BC independente, depende de duas condições: Primeira, a função legislativa devia ser partilhada por dois ou mais órgãos, de tal maneira que cada um deles tivesse direito a vetar as decisões dos outros. Para além disso, e em segundo lugar, esses órgãos deviam ter preferências algo diferentes, no que respeita aos pesos atribuídos à inflação e ao produto. Se estas condições não forem observadas, a independência do BC será sempre contornada pelos legisladores (Moser, *op. cit.*, p. 20), constituindo-se como uma solução menos credível para o problema da inconsistência dinâmica da política monetária.

Um teste empírico feito pelo autor a países da OCDE sustenta essa conclusão teórica: o grau de independência legal do BC é maior nos países cujas regras de decisão legislativa são caracterizadas por um sistema de veto. Isso leva-o a concluir que as características das instituições políticas têm efeitos sobre a escolha das instituições económicas e, em particular, sobre a independência do BC, constituindo-se os custos de remoção da independência como uma determinante da mesma, sendo que nos países onde esse custo é baixo, são fracos os incentivos a garantir independência, legalmente.

### ***V.3.5. A rigidez dos salários reais e nominais e a indexação dos valores***

Levine e Pearlman (1994) referem que o grau de ‘conservadorismo’ do BC será tanto maior, quanto maior for a rigidez dos salários reais e nominais.

A indexação, ao manter parcialmente o valor real de variáveis chave, quando em presença de inflação, reduz os custos da inflação. Nesse caso, será menor a importância relativa atribuída à estabilidade dos preços e à independência do BC. Não será estranho que países com uma história de indexação estejam menos inclinados a delegar autoridade sobre a política monetária a um BC independente.

## **V.4. Em síntese**

Para além de se encontrarem justificações teóricas e empíricas para a independência do BC, é oportuno investigar as suas possíveis determinantes. Neste capítulo foram apresentados os factores que favorecem ou desincentivam ao estabelecimento de BCs independentes.

Apresenta-se na próxima página, um quadro (Quadro 6) onde se pretende fazer uma síntese das conclusões e resultados referidos nas linhas anteriores deste capítulo, em matéria do sentido do efeito de cada uma das determinantes sobre o grau de independência do BC.

Em forma de conclusão geral, sublinha-se o que refere Eijffinger: “Although the determinants of central bank independence have only recently been investigated, current research leads us to the conclusion that every society gets the central bank it deserves.” (Eijffinger, 1997, p. 27).

QUADRO 6 – SENTIDO DOS EFEITOS DAS DETERMINANTES DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL

Determinante	Efeito sobre o grau de independência do BC	
	Efeito intuitivo / teórico	Sustentação empírica
Taxa natural de desemprego	+	?
Importância atribuída pela sociedade ao desemprego	+	_____
Variância dos choques de produtividade	-	-
Benefícios de inflação não antecipada	+ / -	_____
Grau de instabilidade política	+ / -	-
Montante de dívida pública e de déficit orçamental	+	?
Grau de abertura ao exterior	-	- / ?
Variabilidade da taxa de câmbio real	-	-
Dimensão dos mercados financeiros	+	_____
Oposição pública e financeira à inflação	+	+
Supervisão das instituições financeiras	-	?
Custos de remoção da independência do BC	+	+
Rigidez dos salários nominais e reais	+	?
Indexação de valores	-	_____

Legenda: (?) - não encontrada relação estatisticamente significativa;  
 (+) - relação positiva entre as duas variáveis;  
 (-) - relação negativa entre as duas variáveis.

## **VI. RESERVAS À INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS**

### **VI.1. Introdução**

Este trabalho tem sido desenvolvido assumindo-se que a política monetária deve ter como objectivo a estabilidade dos preços. Para isso, foram descritas algumas abordagens que, mais ou menos, desembocam na atribuição de independência ao BC, com particular importância dada à abordagem legislativa e à abordagem da fixação de objectivos de inflação ou da realização de contratos com o banqueiro central.

Apesar da defesa da independência dos BCs estar assente em resultados teóricos e empíricos, alguns trabalhos têm aconselhado algumas reservas, quer devido à fragilidade de alguns pressupostos dos modelos teóricos, quer criticando os resultados empíricos (é certo que podem existir certos erros de medida de independência ou conclusões precipitadas em termos de causalidade entre as variáveis em apreciação).

Na próxima secção deste capítulo, são tratadas algumas críticas aos modelos de enviesamento inflacionista. De seguida e antes da descrição das outras reservas orientadas aos modelos teóricos (secção VI.4) e aos resultados empíricos (secção VI.5), fala-se da oposição pública à independência do BC (secção VI.3). Termina-se com uma síntese, remetendo-se o tratamento da questão da responsabilização para o capítulo seguinte.

### **VI.2. Críticas aos modelos de enviesamento inflacionista**

Algumas críticas podem ser levantadas contra a hipótese de ocorrer enviesamento inflacionista ou, mais particularmente, contra a hipótese de inconsistência dinâmica.

Para alguns economistas, a inconsistência temporal não é um problema. Taylor (1983), por exemplo, defendeu que a sociedade encontra sempre soluções para este tipo de problemas em diversas situações, como no caso da legislação referente a patentes.

Uma crítica algumas vezes levantada à literatura da inconsistência temporal aponta as suas armas contra a hipótese da incapacidade de compromisso dos BCs. Refira-se que os

desfasamentos inerentes à própria política monetária fazem com que a inflação verificada no momento corrente seja o reflexo de medidas de política implementadas em períodos anteriores. É neste contexto que Goodhart e Huang (1995) chamam a atenção para um resultado que pode anular a inconsistência temporal na política monetária.

Considerando-se a existência de desfasamentos na política monetária, é razoável pensar-se que a política é observada de maneira transparente pelo público, antes de afectar a economia<sup>200</sup>. Desta forma, o BC será impedido de surpreender o sector privado com inflação e o problema da inconsistência temporal desaparece. Uma resposta possível a esta crítica será a incorporação de contratos de salários nominais sobrepostos e com prazos mais longos do que a extensão dos desfasamentos da política monetária<sup>201</sup>. Sem se admitir esse tipo de contratos, toda a base de inconsistência temporal cai por terra, juntamente com alguns dos seus resultados, como é a independência dos BCs<sup>202</sup>.

Neumann (1995b) levantou algumas objecções à literatura da inconsistência temporal. Defendeu que, para além da política monetária, se fosse usado um segundo instrumento de política (estrutural, de maneira a reduzir ou eliminar certos elementos de distorção nos impostos e nas transferências), deixaria de existir o enviesamento inflacionista da inconsistência temporal, sendo o problema eliminado pela sua origem.

Será ainda de referir que Akhtar (1995, pp. 434-426) apresenta uma série de outras deficiências, menos importantes, à teoria do enviesamento inflacionista.

Todas estas críticas, apesar de importantes, não implicam que a inconsistência temporal não seja importante. Como é referido por Walsh (1998), “*explaining actual inflationary experiences will certainly involve consideration of the incentives faced by policy makers and the interaction of the factors such as uncertainty over policy preferences, responses to*

---

<sup>200</sup> Além disso, embora nos modelos desenvolvidos na literatura acerca do enviesamento inflacionista se admita que a política monetária atinge directamente a inflação e, por essa via, o produto real, de acordo com alguma evidência empírica, acontece exactamente o contrário.

<sup>201</sup> ‘*The importance of time inconsistency as a possible raison d’être for an inflationary bias must depend, among other things, on the comparative length of the monetary policy lag effect and wage contracts.*’ (Goodhart e Huang, 1995, p. 4). Sobre o mesmo assunto, pode ver-se um artigo mais recente: Goodhart e Huang (1998).

<sup>202</sup> No ambiente previsto por aqueles autores, em que são aceites os desfasamentos da política monetária e a economia apresenta persistência, a política do BC é derivada endogenamente a partir das suas preferências discricionárias e a taxa de inflação esperada é sempre igual à taxa de inflação desejada; assim, não há necessidade de um qualquer mecanismo de compromisso ou de implementação para alcançar o resultado óptimo. O sector privado não tem influência na escolha da política monetária, simplesmente porque a política monetária discricionária é sempre óptima.

*shocks, and a bias towards expansions that play a key role in models of discretionary policy. So the issues that are central to the time-inconsistency literature do seem relevant for understanding the incentives faced in the conduct of monetary policy.” (Walsh, op. cit., p. 300).*

### **VI.3. Oposição pública à independência do Banco Central**

Em estudos realizados por Prast (1996b) na Itália e na Holanda, a opinião pública rejeitou a ideia de um BC independente. O público acredita que o BC seja mais avesso à inflação do que o poder executivo<sup>203</sup>, e ao mesmo tempo que se preocupe mais com o desemprego do que o Governo. Este último, segundo a opinião pública, preocupa-se mais com a inflação do que o BC. Isto não está de acordo com o admitido na literatura teórica.

### **VI.4. Outras reservas orientadas aos modelos teóricos**

A literatura teórica tem sublinhado que o enviesamento inflacionista se deve às preferências do decisor ou ao efeito imediato das surpresas de inflação sobre o produto. De acordo com Gärtner (1997), também é importante falar-se na persistência da actividade económica real. E admitir-se este factor adicional na explicação do enviesamento inflacionista tem implicações importantes na discussão de como remediar esse problema; deve-se pensar não só na independência do BC ou nos incentivos com que o banqueiro central se confronta, mas também na estrutura da economia, desenvolvendo esforços para flexibilizar o funcionamento da economia, com vista à redução da persistência constatada pelo autor. De facto, aumentar a aversão à inflação do BC, sem considerar a estrutura institucional existente e as preferências da sociedade, poderá não resultar necessariamente num ‘almoço grátis’.

---

<sup>203</sup> A opinião pública sugere que o BC da Itália é mais avesso à inflação (relativamente à sua aversão ao desemprego) do que o BC da Holanda, contrariamente ao que seria de esperar.

Num regime democrático, em último grau, o que interessa são as próprias preferências e prioridades do público em geral. Por isso, o estabelecimento legal de independência do BC não terá grandes resultados, a não ser que influencie as prioridades e percepções do público<sup>204</sup>.

Algumas reservas à independência dos BCs assentam no que refere Posen (1995). Em sua opinião, o aumento de independência não provoca uma melhoria do bem estar de Pareto; é que a independência do BC não satisfaz toda a gente ao mesmo tempo, porque provoca efeitos redistributivos. Fischer (1995a), por seu lado, refere-se a dois defeitos da independência do BC. Em primeiro lugar, teme que seja atribuído um grau de independência excessivamente elevado, no sentido do BC tornar-se demasiado avesso à inflação e, logo insensível à estabilização do produto. Em segundo lugar, a independência política do BC pode constituir-se como uma barreira à salutar coordenação entre as políticas orçamental e monetária. De facto, a literatura tem esquecido um pouco este efeito da independência<sup>205</sup>.

Em artigo criticado por outros autores, McCallum (1995) escreve sobre o que diz serem dois enganos respeitantes à literatura sobre a independência de BCs. Na sua opinião, o primeiro engano reside no facto da literatura assumir, não muito razoavelmente, que os BCs vão estar continuamente a explorar as expectativas de inflação do público, quando se reconhece que se eles se abstivessem desse comportamento, melhor alcançariam os seus objectivos. O segundo problema reside numa crítica quanto à efectividade de um contrato feito entre o BC e o poder executivo; a solução sugerida por Walsh (1995a) não eliminaria o enviesamento inflacionista, isto porque ao se admitir que o poder executivo não tinha uma ‘tecnologia de compromisso’ que o vinculasse a uma determinada regra, evitando o

---

<sup>204</sup> No decurso desta ideia, Goodhart (1994c) defende que não será muito razoável impor aos vários países europeus o modelo de independência do BC alemão, uma vez que o sucesso deste está dependente das circunstâncias e condições particulares da Alemanha.

<sup>205</sup> Alguns autores defendem que a atribuição da independência ao BC, isolando-o da autoridade orçamental, gera perdas em virtude de dificultar a coordenação entre a política orçamental e a política monetária. Normalmente, à situação de independência está associada uma situação de não cooperação entre as duas autoridades. A este respeito, pode ler-se Blake e Weale (1998) e Castrén (1998a, b).

enviesamento inflacionista, estava-se também a admitir que não seria capaz de respeitar o contrato<sup>206</sup>.

E se em vez de atribuir independência ao BC, se lhe impusesse a implementação da política monetária de acordo com uma regra monetária? Ora, esta sugestão não é estranha a Lossani, *et al.* (1998) que sustentam que num ambiente de incerteza acerca das verdadeiras preferências do BC, deve-se enveredar pelo caminho da fixação dessa regra monetária, uma vez que é desconhecido e incerto o grau de ‘conservadorismo’ do agente designado para o BC.

O problema da incerteza acerca das preferências (e grau de ‘conservadorismo’) do agente a designar para governador do BC, também não deve ser negligenciado. Lohmann (1998), embora sublinhando as dificuldades que se encontram na prática, sugere algumas soluções que assegurem a nomeação do agente mais adequado<sup>207</sup>.

Muscattelli (1998b) num artigo em que introduz incerteza acerca das preferências do BC, põe em dúvida a razoabilidade da delegação da política monetária a um BC, sobretudo quando a sociedade não demonstra grande nível de consenso acerca das preferências em matéria de inflação e de desemprego. Ainda em termos das preferências do banqueiro central, Prast (1997) defende que a teoria não fornece uma fundamentação micro-económica para a presumida aversão à inflação do banqueiro central.

## **VI.5. Reservas orientadas aos resultados empíricos**

Os estudos empíricos realizados apresentam algumas fraquezas. Em primeiro lugar, os resultados podem não ser válidos pelas dificuldades inerentes à medição do grau de independência dos BCs<sup>208</sup> e por causa de eventuais relações espúrias entre independência e variáveis económicas consideradas.

---

<sup>206</sup> McCallum (*op. cit.*) sublinhou que essa sua crítica aos contratos de inflação não implicava a negação da utilidade dos mesmos. Pode ainda ler-se McCallum (1996), onde o autor revê os argumentos apresentados no seu artigo anterior.

<sup>207</sup> Ver Lohmann (1998, pp. 360 e 361).

<sup>208</sup> Ver secção IV.2.5. “Reservas levantadas a algumas das medidas usadas em testes empíricos”.

Em segundo lugar, a generalidade dos resultados empíricos não permitem que se façam afirmações inequívocas, em termos do sentido de causalidade entre as variáveis, constatando-se apenas a existência de correlações positivas ou negativas. Pode ocorrer causalidade nos dois sentidos: menor independência contribuirá para maior inflação, mas maior inflação poderá resultar em menor independência, uma vez que em ambientes de inflação elevada, torna-se mais fácil ao Governo influenciar as decisões do BC, quanto mais não seja pelo facto da própria reputação deste último estar diminuída<sup>209</sup>. No fundo, há a possibilidade da independência do BC ser endógena, como sustentam Walsh (1995a) e Persson e Tabellini (1993). Cukierman, Webb e Neyapti (1992) falaram acerca de um ciclo vicioso entre inflação e baixos níveis de independência do BC: quando suficientemente sustentável, a inflação corrói a independência e uma independência baixa contribui para maior inflação<sup>210</sup>.

Em terceiro lugar, também pode acontecer que os resultados empíricos sejam o efeito de não se considerarem algumas variáveis importantes. Neste contexto, Debelle e Fischer (1994) admitem que a correlação negativa entre independência do BC e inflação não seja uma relação causal, na medida em que esse resultado empírico pode apenas reflectir a influência de uma aversão dos países à inflação que acaba por afectar tanto a própria inflação como a independência desejada e atribuída ao BC. De facto, não será de estranhar que as economias que demonstram uma forte oposição à inflação, sejam susceptíveis de estabelecer um BC independente com tendências fortemente anti-inflacionistas.

Também não será de desprezar a opinião de alguns governadores de BCs (Issing e Fazio), segundo os quais o comportamento da inflação é demasiado complexo, não se restringindo à influência do relacionamento legal entre o BC e o Governo. A teoria sugere que na explicação do comportamento da inflação, para além do grau de autonomia do BC, irá interessar a estrutura do mercado de trabalho, o grau de regulação imposta sobre o BC e o regime de taxas de câmbio. Heylen e van Poeck (1996), concordando com estas linhas, introduziram variáveis políticas e outras relacionadas com as características estruturais do mercado de trabalho para explicar a inflação. A conclusão a que chegaram foi que o

---

<sup>209</sup> Leia-se neste trabalho a parte respeitante ao tratamento empírico dos efeitos da independência sobre a inflação.

<sup>210</sup> Ainda assim, os resultados das regressões estimadas por Cukierman, Webb e Neyapti (*op. cit.*) conduzem-nos a defender o efeito da causalidade no sentido da independência para a inflação.

aumento da independência do BC teria um efeito mais pequeno sobre a inflação no caso dos países que apresentassem uma menor taxa natural de desemprego, uma curva de Phillips mais inclinada (relativamente) e uma fraca oposição dos partidos de esquerda no poder legislativo<sup>211</sup>.

## **VI.6. Responsabilização**

Uma das grandes reservas que se levantam ao estabelecimento de um BC independente tem a haver com a decorrente perda de responsabilização e eventual défice democrático. Alguns autores defendem que a política monetária devia ser tratada como a política orçamental, devendo ser decidida e implementada por agentes eleitos democraticamente. Receia-se a presença de um corpo burocrático que prossiga exclusivamente o objectivo da estabilidade de preços, à custa de outros objectivos. Esta preocupação torna-se mais importante quando a economia é atingida de choques.

Pela importância que reveste esta questão, optou-se por dedicar o próximo capítulo ao seu desenvolvimento. Na secção seguinte, faz-se referência ao contributo de Prast (1996a) para esta questão, em que é sugerida uma alternativa à atribuição de independência ao BC.

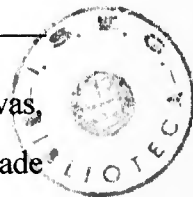
## **VI.7. Em síntese**

Ainda que grande parte da literatura sublinhe as vantagens da delegação da política monetária num BC independente, alguns autores têm lembrado certas desvantagens ou, pelo menos, reservas ao estabelecimento de BCs independentes.

Algumas das críticas estão associadas às fraquezas dos modelos assentes no enviesamento inflacionista que, mesmo assim não devem ser destituídos de interesse, quanto mais não seja para auxiliarem à compreensão dos incentivos com que os decisores se confrontam na condução da política monetária (Walsh, 1998).

---

<sup>211</sup> Estas conclusões são refutadas por Eijffinger e De Haan (1996a), em comentário ao artigo anterior,



Em relação aos resultados dos modelos teóricos, é possível levantar reservas, introduzindo-se alguns problemas como seja a consideração de persistência na actividade económica real, ou verificando que o aumento da aversão à inflação do BC não constitui um ‘almoço grátis’ se forem desprezadas a estrutura institucional e as preferências da sociedade, em que o BC se enquadra. Também não será de preterir os comentários de McCallum (1995) sobre o que diz serem dois enganos da literatura sobre a independência dos BCs.

Neste capítulo também se referiram algumas reservas que se podem levantar à interpretação dos resultados empíricos: dificuldade em falar do sentido da causalidade independência - inflação; ausência de variáveis adicionais importantes nas regressões estimadas; e ausência de robustez na relação entre independência e inflação, sem esquecer o carácter subjectivo das medidas de independência construídas.

Neste contexto de levantamento de reservas e de apresentação de desvantagens do estabelecimento legal de um BC independente, Prast (1996a) defende que a alternativa mais defensável é optar pelo compromisso do BC com a estabilidade dos preços. Está, portanto, a pensar na realização de uma espécie de contrato com o BC, onde fossem previstas sanções pelo não cumprimento da regra e o BC não pudesse sair fora das atribuições que lhe fossem conferidas – seria uma maneira de tornar o compromisso credível aos olhos do público. É que a fixação de regras vinculativas que restrinjam as acções do BC podem ter os efeitos desejáveis sobre as expectativas de inflação.

A sugestão de Prast (*op. cit.*) de ‘compromisso’ do BC com estabilidade dos preços não exclui a possibilidade da política monetária estar sujeita às preferências do Governo: este retinha o poder último sobre a política monetária, o que poderia ser extremamente útil em situações mais complicadas. Ainda que conduzisse a menor estabilidade dos preços, talvez fosse positivo sob o ponto de vista do processo democrático e da responsabilização do BC pela sua actuação, tema este que constitui o assunto do próximo capítulo.

## VII. RESPONSABILIZAÇÃO DO BANCO CENTRAL

### VII.1. Introdução

Numa democracia, a legitimação pública da independência do BC exige que o mesmo se mostre responsabilizável pelos efeitos que a sua actuação tem sobre o bem estar e sobre os objectivos que lhe estão atribuídos<sup>212</sup>. Em termos gerais, ‘responsabilização’ relaciona-se com a necessidade de certo agente ter que responder pela sua actuação.

A responsabilização do BC fornece um mecanismo implícito de compromisso<sup>213</sup> e constitui-se como meio de controlo democrático sobre a autoridade monetária; exige que o BC responda pelo alcance dos seus objectivos e que venha comunicar e explicar, com frequência a sua actuação, em matéria das decisões de política monetária. Goodhart e Viñales (1994) defendem mesmo que a responsabilidade democrática de um BC independente com um mandato para a estabilidade dos preços, será muito mais bem aceite do que um BC subserviente que tenta encontrar um compromisso entre os vários objectivos que se lhe colocam.

Este capítulo está organizado da seguinte maneira: na próxima secção é feita referência à relação que se pode estabelecer entre independência e responsabilização, apresentando-se evidência empírica acerca dessa relação. Na secção seguinte, desenvolvem-se os vários meios de responsabilização do BC. Na secção VII.4, identifica-se em que medida as soluções do enviesamento inflacionista, tratadas em capítulo anterior, incorporam ‘responsabilização’. E antes da síntese, faz-se uma referência a algumas questões oportunas sobre o assunto em análise.

---

<sup>212</sup> “*The independence of a central bank is not an end in itself but only a means of achieving an objective set by the legislature. The associated purpose-oriented transfer of responsibility implies that the central bank is to be held accountable for its decisions. In particular, it has to disclose and justify the progress it has made in attaining its final goal, its monetary strategy, and its ongoing monetary policy measures*” (Issing, 1998a, p. 4).

<sup>213</sup> “*Accountability can thus be seen as a complement, if not a necessary requirement, for independence: a central bank cannot be made independent if its objectives are not clearly and precisely defined*” (Bini Smaghi, 1998, p. 4).

## VII.2. Independência e Responsabilização do Banco Central

### VII.2.1. A teoria

Parece possível dizer-se que um BC a quem se possa imputar mais facilmente responsabilidade é um BC menos susceptível a ter um comportamento dinamicamente inconsistente. DeBelle e Fischer (1994) defendem que a responsabilização é importante e necessária fundamentalmente por duas razões: primeiro, porque todas as instituições precisam de ser responsabilizadas pelas suas acções. Segundo, porque num quadro de grande defesa da independência dos BCs e em que se realizem contratos de incentivos, a ausência de meios de responsabilização pode criar condições para existirem apenas banqueiros centrais excessivamente ‘conservadores’. A este respeito, Fischer (1994) escreveu que: “*Shielded as they are from the public opinion, cocooned within an anti-inflationary temple, central bankers can all too easily deny – and perhaps even convince themselves - that there is a short-run trade-off between inflation and unemployment, and that cyclical unemployment can be reduced by easing monetary policy*” (Fischer, *op. cit.*, p. 293).

A responsabilização do BC é vista como o contraponto da sua independência. Assim, alguns autores defendem existir, no curto prazo, um *trade-off* entre independência e responsabilização dos BCs<sup>214</sup>; a preocupação funda-se no receio da independência estabelecer um corpo burocrático que prossiga exclusivamente o objectivo de estabilidade dos preços, à custa de outros objectivos, o que assume mais importância quando ocorrem choques no produto. Assim, alguns economistas defendem que a democracia impõe uma limitação à independência, para os decisores de política não se afastarem dos desejos da sociedade.

Uma opinião contrária à defesa desse *trade-off* é a de Eijffinger e De Haan (1996b). Estes argumentam que não existe conflito entre independência e responsabilização, uma vez que um BC que conduza uma política ausente de suporte político, mais tarde ou mais cedo será ultrapassado nas suas decisões. Seria defendido, portanto, um comportamento paralelo das duas variáveis em observação.

---

<sup>214</sup> Nolan e Schaling (1996) defendem que o nível óptimo de responsabilização é tanto maior, quanto menor é o grau de ‘conservadorismo’ do BC.

## VII.2.2. Evidência empírica

Alguns trabalhos têm tratado empiricamente a questão da responsabilização, o que exigiu que se procedesse à quantificação da responsabilização dos BCs.

### VII.2.2.1. Esforços de quantificação da responsabilização

Briault, *et al.* (1996) construíram um índice de responsabilização, que estaria dependente das respostas a quatro questões: primeira, estaria o BC sujeito a um acompanhamento externo feito pelo poder legislativo? Segunda, existiria publicação das minutas das reuniões dos elementos do órgão superior do BC? Terceira, existiria mais alguma publicação pelo BC, acerca da inflação? Finalmente, existiria alguma cláusula que permitisse a ultrapassagem das decisões do BC pelo Governo, em caso de ocorrência de algum choque?.

Embora não diminuindo o mérito do trabalho de Briault, *et al.* (*op. cit.*), deve-se a De Haan, *et al.* (1998) uma quantificação mais desenvolvida do conceito de responsabilização dos BCs. A análise das leis em vigor em 1997 em relação a 16 BCs<sup>215</sup>, permitiu classificá-los de acordo com um índice de responsabilização. O critério a que essa classificação obedeceu tem a haver com a resposta afirmativa ou negativa a cada uma das seguintes questões<sup>216</sup>:

#### A. Objectivos últimos da política monetária (OBJE):

1. O quadro legal do BC estipula os objectivos da política monetária?
2. Há alguma prioridade nos objectivos estabelecidos?
3. Estão os objectivos claramente definidos?
4. Estão os objectivos quantificados (legalmente)?

#### B. Transparência (TRANSP):

5. Está o BC obrigado a publicar relatórios sobre a inflação ou sobre a política monetária, para além de relatórios normais?

---

<sup>215</sup> BCE e os BCs de Austrália, Bélgica, Canadá, Dinamarca, França, Alemanha, Itália, Japão, Holanda, Nova Zelândia, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido e E.U.A.

<sup>216</sup> No cálculo do índice de responsabilização, para cada uma das questões são possíveis duas respostas: 'sim' ou 'não', significando, respectivamente, um ou zero pontos, que depois de somados indicam o grau de responsabilização do BC em análise. (O valor obtido pode variar entre 0 e 13).

6. Deverão as minutas das reuniões do directório do BC serem tornadas públicas, num prazo de tempo razoável?
7. Está o BC obrigado a explicar publicamente a extensão em que alcançou os seus objectivos?

C. Autoridade Final sobre a política monetária (AUTOR):

8. Está o BC sujeito a monitorização pelo Parlamento (terá que explicar as suas decisões e actuação junto do Parlamento)?
9. Tem o Governo (ou o Parlamento) o direito de dar instruções ao BC?
10. Existe alguma espécie de revisão no procedimento de aplicação do mecanismo de ultrapassagem?
11. Tem o BC possibilidade de apelar em caso de uma instrução dada pelo BC?
12. Poderá a lei do BC ser alterada por maioria simples no Parlamento?
13. São os resultados passados base para o despedimento do governador do BC?

### **VII.2.2.2. Alguns resultados empíricos**

Os resultados empíricos obtidos por Briault, *et al.* (1996) permitem sustentar uma correlação negativa entre responsabilização e independência (de objectivos), precisamente o que os modelos de Rogoff e de contratos permitiam prever. Isto estaria em consonância com o facto da responsabilização e da transparência terem servido como substitutos parciais de independência. Para além disso, países reconhecidos por uma boa reputação na luta contra a inflação pareciam ser caracterizados de níveis de responsabilização relativamente baixos, acontecendo o oposto nos casos dos países com reputação menos respeitável. Isto estaria de acordo com o facto da responsabilização também ter servido como um substituto parcial da reputação nos BCs cujos regimes monetários ainda não tivessem sido estabelecidos completamente.

De Haan, *et al.* (1998), por seu lado, fazendo regressões simples de independência do BC sobre aspectos de responsabilização, obtiveram resultados que parecem sustentar uma relação positiva (ainda que não significativa) entre independência e o aspecto objectivos (OBJE) e uma relação negativa entre independência e o aspecto da transparência (TRANSP).

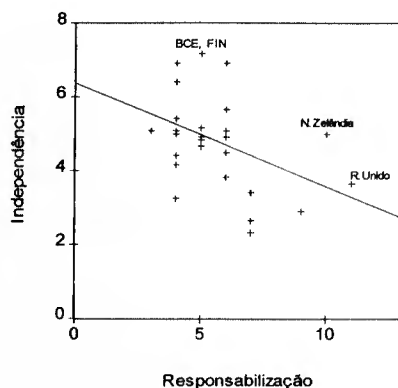
### **VII.2.2.3. Um contributo empírico adicional**

Neste trabalho, classificou-se 28 BCs em termos dos graus de independência (legal) e de responsabilização. Para isso, utilizou-se o índice de independência sugerido no âmbito

desta dissertação<sup>217</sup> e o índice de responsabilização proposto por De Haan, *et al.* (1998). Os resultados da avaliação realizada aos estatutos dos BCs<sup>218</sup>, que se encontram descritos no apêndice 2 (Quadros A.3 e A.4), foram usados na investigação de uma possível relação estatística entre responsabilização e independência.

Tendo-se, à semelhança de De Haan, *et al.* (1998), realizado a regressão simples de independência sobre a responsabilização (embora não tenha sido objectivo claro considerar a segunda variável como explicativa da primeira), a estimação obtida forneceu os seguintes resultados:

FIGURA 3 – INDEPENDÊNCIA LEGAL E RESPONSABILIZAÇÃO



$$\text{INDEPE}_i = 6,376 - 0,2802 \cdot \text{RESPON}_i$$

(0,7416)	(0,1249)	$R^2$ (ajust.) = 0,13
[8,5972]	[-2,2446]	F-stat. = 5,04
p-value: 0,0000 ✓	0,0335 ✓	D.W. = 1,22

Os resultados obtidos sustentam uma relação negativa e significativa entre independência e responsabilização, confirmando-se as conclusões de Briault, *et al.* (1996) e de De Haan, *et al.* (1998).

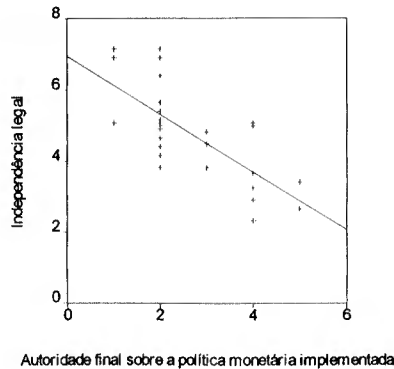
O grau de responsabilização de cada BC pode ser desagregado nas suas três componentes, como foi descrito anteriormente. Estimaram-se regressões simples entre a

<sup>217</sup> Neste trabalho, ver secção das medidas de independência dos BCs, no capítulo da 'Fundamentação empírica da independência dos BCs'.

<sup>218</sup> Como documentação de base na avaliação dos 28 BCs foram utilizadas as leis-quadro ou os estatutos, vigentes em 1998 ou que entram em vigor em 1999, do BCE e dos BCs de Argentina, Chile e de 25 países da OCDE (não tendo sido considerados os BCs da Áustria, Grécia, Itália e Polónia, por indisponibilidade de informação).

independência legal e cada uma dessas componentes, apenas encontrando-se uma correlação (negativa) significativa entre a independência e a componente ‘autoridade final’.

FIGURA 4 – INDEPENDÊNCIA LEGAL E AUTORIDADE FINAL SOBRE A POLÍTICA MONETÁRIA



$$\text{INDEPE}_i = 6,96 - 0,814 \cdot \text{AUTOR}_i$$

(0,444) (0,154)  
[15,65] [-5,28]

p-value: 0,000 ✓      0,000 ✓

$R^2$  (ajus.) = 0,49      F-stat = 27,87 ✓      D.W. = 1,9497 ✓ (tendo também sido verificadas outras estatísticas de teste associadas aos problemas de autocorrelação e heteroscedasticidade).

Tentou-se ainda estimar a regressão em que a independência legal era explicada pelas várias componentes de responsabilização. Obtiveram-se os seguintes resultados:

$$\text{INDEPE}_i = 6,41 + 0,451 \cdot \text{OBJE}_i - 0,485 \cdot \text{TRANSP}_i - 0,693 \cdot \text{AUTOR}_i$$

(0,52)      (0,175)      (0,243)      (0,147)  
[12,3]      [2,58]      [-2,00]      [-4,71]

p-value: 0,000 ✓      0,016 ✓      0,057 x      0,000 ✓

$R^2$  (ajus.) = 0,59      F-stat = 14,1 ✓      D.W. = 1,86 ✓ (tendo também sido verificadas outras estatísticas de teste associadas aos problemas de autocorrelação e heteroscedasticidade).

Enquanto a componente ‘objectivos’ tem um efeito marginal positivo sobre a independência, as outras duas componentes, ‘transparência’ e ‘autoridade final’, têm efeitos negativos. Saliente-se ainda o facto da componente ‘transparência’ não se mostrar estatisticamente significativa.

A correlação negativa encontrada entre independência e responsabilização entra em conflito com uma explicação puramente democrática e política de responsabilização, segundo a qual a independência e a responsabilização deveriam ter movimentos em

paralelo. Em vez disso, maior (menor) independência parece realmente estar associada a menor (maior) responsabilização.

### **VII.3. Meios de responsabilização do Banco Central**

#### ***VII.3.1. A fixação de objectivos da política monetária***

Uma das questões cuja importância deve ser sublinhada é, na opinião de De Haan, *et al.* (1998), a própria forma como são fixados os objectivos últimos da política monetária.

A fixação de um objectivo (o mais importante ou o único) ou a especificação dos vários objectivos, mas de forma ordenada, favorece o acompanhamento por parte dos agentes da actuação do BC, comparando-a com os objectivos estabelecidos. Não obstante, a realidade em algumas das instituições monetárias centrais mais importantes (*Bundesbank, Dutch Central Bank, Federal Reserve System*) não tem reflectido exactamente esta ideia, ainda que o *Reserve Bank of New Zealand* dê o exemplo do que é a fixação explícita e explicada do objectivo da política monetária (com base na abordagem de contratos de Walsh, 1995a). Neste último caso, para além de ser previsto nos estatutos legais que o objectivo deve ser a estabilidade dos preços, o governador contrata com o Governo um certo objectivo específico, em termos de um intervalo admissível de variação da taxa de inflação (actualmente, esse intervalo é de 0 – 3%), contra o qual é comparada a sua actuação em momento ulterior.

#### ***VII.3.2. A transparência na responsabilização do Banco Central***

A incerteza acerca das actividades do BC pode ser uma razão para a oposição à defesa da sua independência. De facto, os resultados da política monetária dependem basicamente de três factores: das preferências do BC, da transmissão das decisões da política monetária para a economia e dos desenvolvimentos da economia no período que decorre até a política ter os seus efeitos. Isso significa que existem três fontes possíveis de incerteza, sendo que a preocupação neste momento vai para a incerteza associada às preferências do BC, mais particularmente a incerteza acerca dos seus objectivos. Este

problema poderá ser diminuído, em grande extensão, por via de um aumento da transparência na política monetária que, por sua vez, poderá criar condições para uma maior responsabilização do BC em termos das suas decisões de política<sup>219</sup>.

Transparência tem a haver com o grau de facilidade com que o público deduz as intenções do BC, a partir do que é observável. Faust e Svensson (1997) referem que uma maior transparência melhora a precisão na inferência do sector privado acerca dos objectivos do BC e torna menos erradas as expectativas de inflação do público<sup>220</sup>, reduzindo a probabilidade de respostas desfavoráveis à sua actuação<sup>221, 222</sup>. Assim, a reputação da autoridade monetária e as expectativas de inflação do público ficam mais sensíveis à actuação do BC. Isso geralmente aumenta os custos do BC em se desviar da política anunciada, desincentivando-o de o tentar<sup>223</sup>. Como resultado, diminui a variabilidade da inflação e do emprego e o enviesamento inflacionista médio, o que leva geralmente a um aumento do bem estar social.

Briault, *et al.* (1996) acrescentam que, mesmo um BC não independente poderá apreciar vantagens em explicar os seus objectivos, intenções e decisões, como um meio de influenciar as expectativas do público. Esta transparência cria as condições para uma maior responsabilização ‘*de facto*’<sup>224</sup> do BC perante a sociedade (e o Governo). No entanto, para “fugir” a essa responsabilização acrescida, não se poderá esquecer a possibilidade do BC usar, em benefício próprio, uma certa dose de ambiguidade na

<sup>219</sup> Fazendo-se regressões simples através das quais a responsabilização é explicada pelas suas componentes, é na regressão simples em que a transparência é a variável explicativa onde o  $R^2$  (ajust.) tem claramente o maior valor, dando isso indícios de que é a transparência a que explica a maior parte da variação explicada da responsabilização em torno do seu valor médio.

<sup>220</sup> A correlação positiva entre um índice de responsabilização e a *yield* das obrigações (*proxy* de credibilidade) leva Nolan e Schaling (1996) a sugerirem que alguns países com BCs independentes tentaram reduzir as expectativas de inflação, aumentando a responsabilização e transparência da política monetária.

<sup>221</sup> E ‘*in a democracy, transparency is the only appropriate monetary response to political pressures which are placed on an independent central bank.*’, Posen (1997, p. 9).

<sup>222</sup> As consequências benéficas da transparência estão bem patentes no caso da Nova Zelândia, uma vez que as alterações das taxas de juro e das taxas de câmbio antecipam as decisões do BC, ajustando-se a um nível em que as condições monetárias são consistentes com os objectivos de inflação. (Haldane, 1997, p. 29).

<sup>223</sup> Também Freedman (1996) deu bastante importância à transparência por parte dos BCs. O aumento da transparência acerca dos objectivos dos BCs e das suas decisões seria uma forma de aumentar a própria credibilidade ou, pelo menos, cobrir os efeitos potencialmente negativos da ausência de credibilidade.

<sup>224</sup> Briault, *et al.* (*op. cit.*) referem-se a dois tipos de responsabilização: ‘*de facto*’ e ‘*de jure*’. Este último tipo estará associado a uma situação em que exista um contrato formal entre o Governo e o BC e em que, portanto, este fique comprometido com o cumprimento desse contrato.

condução da política monetária, como foi sugerido em Cukierman e Meltzer (1986). Por isso, a sociedade poderá entender ser mais razoável ser ela própria a decidir sobre o nível de transparência, através de alguma provisão legal nos estatutos do BC, em vez de delegar essa decisão ao BC, uma vez que este último pode escolher um nível de transparência menor do que o nível óptimo<sup>225</sup>.

### **VII.3.2.1. Formas de promover a transparência**

A literatura tem sugerido algumas formas de aumentar a transparência da política monetária e de, portanto, facilitar a responsabilização do BC. O anúncio público (e explícito) pelo BC de um objectivo mensurável, definido numericamente, será útil para orientar a formação de expectativas de longo prazo, assim como para permitir um maior controlo sobre a sua actuação. Para além dessa via de informação, pode pensar-se ainda na publicação de relatórios e de outras comunicações a versar sobre a política implementada e sobre os resultados alcançados, por exemplo, ao nível da inflação (Haldane, 1997, p. 28), ou ainda na publicação de previsões feitas pelo BC em matéria de algumas variáveis económicas relevantes.

### **VII.3.2.2. Algumas questões relevantes acerca da transparência**

Alguns autores defendem que a transparência monetária pode gerar desvantagens políticas, conduzindo mesmo ao afastamento da independência do BC, embora outros falem de efeitos benéficos da transparência sobre a independência.

Em artigo recente, Posen (1997) desmonta alguns argumentos que têm sido apresentados contra a promoção da transparência na política monetária, explicando que uma maior transparência não obriga ao prosseguimento do anúncio feito. Em vez disso, favorece a melhoria da independência do BC. A transparência e independência são compatíveis e, talvez, mesmo complementares. A transparência elimina a incerteza

---

<sup>225</sup> Por oposição, Faust e Svensson (1997) chamaram a atenção para o caso de existir uma ‘transparência extrema’, que se verificaria quando os objectivos específicos do BC podiam ser observados directamente pelo público, em vez de serem inferidos por via da sua actuação. Nesse cenário, o BC ficaria bastante limitado no seu comportamento, resultando um equilíbrio com elevado enviesamento inflacionista e elevada variabilidade de inflação e de emprego.

desnecessária acerca da política monetária corrente e futura e, em momentos de alterações estruturais, constitui uma âncora para as expectativas dos agentes.

### ***VII.3.3. Outros meios de responsabilização***

Para além dos meios de responsabilização já discutidos, ainda será relevante lembrar a responsabilidade que advém da realização de contratos com o BC. O contrato, ao consistir na fixação de uma meta (geralmente estabilidade de preços; no caso da Nova Zelândia, manter a taxa de inflação entre zero e três por cento), convida o governador a ficar responsável pelo resultado fixado. Neste caso, existe algo contra o qual comparar a actuação do BC, i.e., existe um meio de responsabilizar o BC (ou o seu governador).

Será importante referir-se que no caso dos contratos, não é só a fixação do objectivo que vai impôr responsabilidade no processo; será mais a sanção ou punição aplicada ao BC por não cumprir, que pode passar pelo despedimento do próprio governador e outros elementos da direcção do BC.

Finalmente, a participação de elementos do Governo nas reuniões da direcção do BC poderá ser entendido como uma limitação informal à independência e, por essa via, talvez um favorecimento da responsabilização, mesmo que aqueles elementos não tenham direito a voto (No caso do BCE, elementos da Comissão Europeia e do Conselho Europeu podem participar nas reuniões do Conselho de governadores do BCE sem, no entanto, terem direito a voto nas decisões).

## **VII.4. A responsabilização nas soluções do enviesamento inflacionista**

Cada uma das soluções apresentadas para o problema do enviesamento inflacionista, sugere graus maiores ou menores de responsabilização e transparência.

Em relação à solução defendida por Rogoff (1985) e se ao BC for atribuída independência de objectivos e de instrumentos, quase não fará sentido falar-se em responsabilização, levantando-se antes a questão do défice democrático, uma vez que a

delegação do poder a tecnocratas não eleitos pode ser interpretada como uma diluição da democracia.

O modelo do BC alemão (*Bundesbank*) segue de muito perto a solução de Rogoff; tem total independência de instrumentos, beneficiando também de elevada independência de objectivos, uma vez que os seus objectivos não se encontram definidos com precisão. E, embora o seu presidente seja eleito pelo Governo, não lhe é conhecida grande responsabilização. Apesar disso, um eventual défice democrático é compensado com uma credibilidade assente e construída sobre uma experiência passada de luta pela estabilidade dos preços. Em pior situação estará o BCE que, sem qualquer registo de rectidão monetária, parte de uma menor credibilidade inicial.

A possibilidade levantada por Lohmann (1992) do Governo ultrapassar as decisões do BC, quando tal fosse necessário em virtude de choques com relativo significado, abre a porta à responsabilização. Nesse caso, era a própria eventualidade de ocorrer essa ultrapassagem que moldava a actuação do BC.

A imputação de responsabilidade é mais fácil de ver no âmbito da abordagem dos contratos óptimos no desenho das instituições monetárias. No caso dos contratos óptimos realizados com o governador do BC, este tem independência de instrumentos, mas não de objectivos, significando isso que se passa a ter algo contra o qual comparar a actuação do BC. Isso teria que ser assim na medida em que, como refere Walsh (1995c), um contrato terá consequências práticas pobres a não ser que seja acompanhado de algum mecanismo que assegure uma imputação de responsabilidade ao BC pelos resultados da sua política. Para além da remuneração poder estar ligada aos resultados da política implementada, uma outra solução residia na possibilidade de demissão do governador (veja-se o caso da Nova Zelândia); outra ainda, seria a obrigatoriedade do mesmo justificar-se publicamente pelos seus resultados<sup>226</sup>.

A fixação de objectivos de inflação, para além de fornecer uma âncora ou um instrumento de coordenação para as expectativas de inflação, constitui um padrão contra o qual a actuação do BC pode ser comparada. No entanto, é necessário referir que na medida

---

<sup>226</sup> Walsh (1996a) dá conta da maneira como o Ministro das Finanças da Nova Zelândia exigiu uma explicação ao BC pelo desvio da inflação em relação ao intervalo de variação da taxa de inflação. A esse pedido, o BC respondeu, exprimindo a sua preocupação pelos resultados.

em que existe um certo desvio entre os instrumentos da política monetária e o objectivo de inflação, será difícil determinar se um eventual desvio em relação ao objectivo se deveu a erros de política ou se teve na sua origem choques externos ao BC, sendo, por esta via, dificultado o acompanhamento do público. Pese embora essa dificuldade, Posen (1997) apresenta algumas vantagens associadas aos anúncios transparentes por parte das autoridades monetárias, particularizando para a análise dos casos do Canadá, Alemanha e do Japão.

### **VII.5. Algumas questões adicionais importantes**

Uma questão que se deve colocar é: - O BC tem que responder perante quem ou que instituição? No caso dos contratos, a resposta será o principal com o qual o BC efectivou o contrato. Em geral, a literatura fala na necessidade do BC ser responsabilizável perante representantes eleitos da sociedade.

De Haan, *et al.* (1998, p. 6) dão ênfase às relações entre o BC e o Parlamento; este manterá sempre a responsabilidade última sobre a política monetária, uma vez que pode alterar a base legal que institui o BC<sup>227</sup>.

Por outro lado, quem é que no BC será responsabilizado? Todo o BC podia ser a resposta, mas a maior parte da literatura refere o governador do BC ou os membros do directório. A este respeito, Goodhart e Viñales (1994) referem que, embora a concentração da responsabilidade numa só pessoa contribua para a transparência, torna essa pessoa o centro da pressão política. Essa pressão poderá ser muito mais facilmente deflectida se a responsabilidade couber a um grupo de dirigentes (directório) do BC. No caso do *Reserve Bank* da Nova Zelândia, é o governador quem assume a responsabilidade última pelos resultados obtidos, incorrendo numa penalização um pouco forte: o seu despedimento. Talvez tenha sido por isso, sem prejuízo de outras razões, que o intervalo de variação da taxa de inflação admissível tenha aumentado para (0% – 3 %), substituindo o anterior (0% – 2%).

---

<sup>227</sup> A revogação ou alteração da lei que institui a independência ao BC pode ser de efectivação um pouco complicada, quando seja exigida maioria qualificada, ou mesmo unanimidade, na votação da decisão.

O caso da responsabilização no Banco Central Europeu, pela sua importância será analisado no próximo capítulo.

## VII.6. Em síntese

Argumenta-se geralmente que maior independência será sinal de menor responsabilidade monetária, correndo-se o risco de criar um corpo burocrático que, em busca da estabilidade de preços, negligencia outras preocupações, como seja a estabilidade do emprego. Este problema é mais importante quando se pensa que o corpo de direcção da autoridade monetária em alguns casos não é sujeito a sufrágio directo ou indirecto<sup>228</sup> e, portanto, se pensa gerar-se um défice democrático ao nível da política monetária.

Neste capítulo, uma análise empírica feita a 28 BCs permitiu sustentar uma correlação negativa e significativa entre responsabilização e independência, confirmando-se as conclusões de alguns trabalhos anteriores. Parece existir, pois, um *trade-off* entre as duas variáveis, contrariando a evolução paralela entre as duas, que alguns autores defendem. Numa análise em que se desagregou a variável ‘responsabilização’ nas suas três componentes, a evidência empírica mostrou ser não significativa a ‘transparência’ na eventual explicação do grau de independência legal do BC, ao mesmo tempo que as outras duas componentes, ‘objectivos’ e ‘autoridade final’ se mostraram estatisticamente significativas.

Em termos do problema da falta de responsabilização, vários autores têm-se referido às vantagens da transparência na implementação da política monetária, para além de outros meios de responsabilização aqui tratados, como seja, por exemplo, a fixação de objectivos de política monetária, impondo-se o cumprimento das obrigações constantes de um contrato realizado entre o BC e a sociedade (ou representante desta). Assim, obtêm-se padrões contra os quais se pode comparar o desempenho do BC.

---

<sup>228</sup> Entende-se por sufrágio directo aquele em que os cidadãos elegem determinados elementos, sem intermediários; e por sufrágio indirecto aquele em que os cidadãos escolhem os eleitores encarregados de eleger determinados elementos.

Finalmente, viu-se de que forma a responsabilização está presente nas soluções apresentadas para o problema do enviesamento inflacionista, sendo de registar que a realização de contratos é a forma que permite maior responsabilização e controlo sobre o BC.

## **VIII. O CASO DO BANCO CENTRAL EUROPEU**

### **VIII.1. Introdução**

Nos últimos anos tem existido um debate vivo acerca do estabelecimento do BCE, responsável pela política monetária única e comum a toda a área da União Económica e Monetária (UEM) na Europa. Esse debate tem que ser, antes de mais, compreendido no quadro do projecto de construção dessa união monetária.

A quase generalidade dos autores encontram razões para o BCE ser independente. No entanto, esse grau de independência, tal como ficou previsto no Tratado da União Europeia (e nos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do BCE), é criticado por alguns como sendo demasiado elevado, pelo que admitem existir um défice democrático ao nível das decisões de política monetária na UEM. De maneira a contrariar ou, pelo menos, reduzir a possibilidade do BCE se constituir como um corpo burocrático, cego na perseguição da estabilidade dos preços, dá-se bastante valor aos meios de responsabilização do mesmo pelos seus comportamentos e à transparência que se aconselha seja observada na condução da política monetária.

Na próxima secção será feita uma sùmula dos acontecimentos que conduziram aos desenvolvimentos mais recentes, analisando-se as justificações para a existência de um BC independente e comum a toda a UEM. Nas secções seguintes, com base nos seus Estatutos e no Tratado da União Europeia, será feita uma avaliação quer do nível de independência atribuído ao BCE, quer quanto ao problema da sua responsabilização, levantando-se o problema de um eventual défice democrático. Finalmente, a última secção é reservada a uma síntese.

### **VIII.2. O processo de construção europeia**

No Conselho Europeu de Haia (1969), foi adoptada a constituição de uma união monetária como objectivo oficial, pela Comunidade Económica Europeia (CEE), por iniciativa da França e da Alemanha. Para estudar essa ideia, foi designado um grupo de

trabalho presidido pelo Primeiro Ministro do Luxemburgo, Pierre Werner. Desse estudo resultou o relatório Werner, apresentado em Outubro de 1970, que sugeria as primeiras propostas para alcançar aquela União Monetária em dez anos e que vieram a ter, mais tarde, influência no relatório Delors. Aquele relatório previa o estabelecimento da UEM em três fases, até ao ano de 1980, além de sugerir a criação de um sistema comunitário de BCs nacionais (BCNs) – um ‘Eurofed’, à semelhança do *Federal Reserve Bank (FED)* norte-americano.

Esse relatório Werner foi demasiado ambicioso para o tempo, uma vez que para além de apresentar a constituição de uma União Monetária (prevendo-se a convertibilidade das moedas, a perfeita mobilidade de capitais e a fixação irrevogável das taxas de câmbio), propôs um reforço progressivo da coordenação das políticas económicas dos Estados-membros da então CEE. Previa que nenhuma decisão orçamental importante de um Estado pudesse ser por ele tomada, sem dar conhecimento aos seus parceiros<sup>229</sup>.

Os anos setenta foram marcados por tentativas de alcançar a estabilidade cambial na Comunidade. Assim, em 1972, a Europa assistiu ao estabelecimento do sistema de ‘serpente monetária’<sup>230</sup>; e em 1973, à criação do Fundo Europeu de Cooperação Monetária.

O relatório Marjolin, em 1975, chamou a atenção para a necessidade de adiar a concretização da UEM, até ser alcançado um elevado grau de integração económica na Comunidade, na medida em que as condições previstas no relatório Werner começavam a conhecer o seu insucesso, basicamente por causa da crescente divergência de políticas entre os Estados-membros. Também com algumas reservas, o relatório de MacDougall (1977) veio defender que a UEM não seria viável na ausência de um orçamento comunitário suficiente para apoio das políticas de estabilização.

Em Março de 1979, fundamentalmente com vista a promover a estabilidade monetária na região (estabilidade de preços e de taxas de câmbio) e a fortalecer a coordenação das

---

<sup>229</sup> As preocupações com eventuais desequilíbrios orçamentais foram razão para, mais recentemente, os critérios de convergência incidirem sobre indicadores de ordem orçamental e ser assinado o Pacto de Estabilidade e Crescimento, para o período após início da UEM.

<sup>230</sup> O sistema de câmbios designado ‘serpente monetária’ tentou estabelecer bandas de flutuação para as moedas europeias de mais ou menos 2,25 %, em torno de uma taxa central do dólar. Este sistema evoluiu para uma serpente flutuante com o advento de uma flutuação generalizada em Março de 1973. Apesar dos objectivos iniciais, este sistema não se mostrou suficientemente forte para resistir aos efeitos do choque petrolífero de 1973/74 e às reacções divergentes dos Estados-membros em matéria de política económica.

políticas monetárias entre os Estados-membros, é criado o Sistema Monetário Europeu (SME)<sup>231</sup>.

### ***VIII.2.1. Uma moeda única para a Europa***

Uma união monetária é definida por três atributos: convertibilidade das moedas dos países que a constituem; total liberdade de movimentos de capitais e fixação irrevogável das taxas de câmbio. Nada é referido quanto à obrigação de existir uma moeda única e comum aos vários países que formam a união. No entanto, como refere De Grauwe (1994), a opção pelos câmbios irrevogavelmente fixos seria a escolha de um sistema um pouco semelhante ao SME, onde um dos países (Alemanha) ocupava a posição dominante. Num sistema assimétrico desse tipo, os países periféricos dificilmente aceitariam ter que pagar os custos da política implementada pelo país dominante, o que minava a sobrevivência de um tal regime monetário.

É num conjunto de factores e desenvolvimentos no processo de construção europeia que se encontram as justificações para a moeda única. Talvez um dos factores mais importantes seja a vontade política de unir os vários países europeus numa moeda única, tal como no Império Romano, como forma de garantir uma paz duradoura na Europa.

As consequências da entrada em vigor do Acto Único Europeu, em Julho de 1987, também constituíram uma razão para a criação de uma moeda única. O Acto Único Europeu estabeleceu a eliminação de todas as barreiras internas ao comércio e ao movimento do trabalho e do capital, de forma a criar um verdadeiro mercado interno. Nesse quadro, uma moeda única era vista como algo crucial, uma vez que na sua ausência, a relativa volatilidade (ainda que controlada) das taxas de câmbio das moedas e os custos de conversão das mesmas eram obstáculos ao livre funcionamento de um mercado único.

Por outro lado, criando-se uma zona com liberdade de movimentos de capitais e prosseguindo-se o objectivo de estabilidade cambial necessária ao bom funcionamento do mercado único, levantava-se um problema conhecido, no âmbito do modelo de economia

---

<sup>231</sup> Alguns autores defendem que este acontecimento foi parcialmente responsável pelo bom comportamento dos países em matéria de inflação nos anos oitenta, embora seja razoável argumentar que o relativamente bom comportamento dos países em termos de preços foi, em geral, verificado nos vários países, integrantes ou não do SME. Portanto, ainda que possa ter favorecido, não foi condição suficiente.

aberta, como o ‘triângulo de incompatibilidade’ e que consiste na impossibilidade de convivência simultânea de três factores: mobilidade perfeita de capitais, um regime de câmbios fixos e autonomia nas políticas monetárias nacionais; apenas se podia ter simultaneamente dois dos lados do triângulo. Ora, com mobilidade completa de capitais e com mercados mundiais que procuram a igualização dos rendimentos esperados de activos denominados em moedas diferentes, não é possível manter estável a taxa de câmbio, ao mesmo tempo que se implementa uma política monetária de forma autónoma e independente a outras economias que constituam o mercado único de que se fala. A manutenção da taxa de câmbio implicaria a determinação da taxa de juro doméstica pela taxa de juro mundial, significando a incapacidade do país em conduzir uma política monetária autónoma. A criação de uma moeda e de uma política monetária, únicas, também seria a solução para este problema.

### ***VIII.2.2. Um Banco Central comum e independente para a Europa***

A preferência pela criação de uma moeda única na constituição da UEM tem implicações não desprezáveis do ponto de vista institucional. Uma moeda única torna-se difícil na ausência de um BC comum a toda a união monetária<sup>232</sup>. Sem essa autoridade monetária central, há razões para supor que o BC de um dos países participantes na união monetária se assumia como líder do grupo. Esse cenário seria pouco sustentável a médio e longo prazo. Além disso, os vários BCNs seriam incentivados a expandir, em demasia, a sua oferta da moeda, absorvendo receitas consideráveis sob a forma de senhoriagem, na medida em que cada um deles não internalizava totalmente os efeitos perversos das suas políticas inflacionistas, que se estendiam aos outros países. Aizenman (1992 e 1993) e Beetsma e Bovenberg (1995) mostram que uma união monetária com um grande número de decisores de política monetária (todos eles com acesso à emissão de uma moeda comum) e decisores de política orçamental não cooperantes, sofre de um enviesamento inflacionista e de um excesso de despesa pública. Esse ambiente apela à existência de um BC comum que centralize a política monetária da união.

---

<sup>232</sup> De Cecco e Giovannini (1989) reuniram um conjunto de artigos que analisam os problemas associados ao estabelecimento de um BC comum para a Europa, bem como algumas razões para o seu

Também há quem argumente que a razão mais forte para a criação de um BCE, reside no desejo dos países membros em terem mais influência na política monetária e em serem menos dominados pelas políticas alemãs<sup>233</sup>.

#### **VIII.2.2.1. Fundamentos da independência do Banco Central Europeu**

A atribuição de independência ao BCE não pode ser desligada do processo recente que tem caracterizado alguns BCs<sup>234</sup>, nem da preocupação com o problema da inflação; os países europeus de baixa inflação exigiam um BC comum a toda a área, mas que fosse independente; também razões de ordem política, como se vê, explicam a independência do BCE.

Por diversas vezes referiu-se que é em busca da estabilidade de preços que se defende a delegação da política monetária num BC independente. Neste trabalho, no capítulo da inconsistência dinâmica, apresentaram-se alguns motivos que levam a gerar ou a alimentar inflação elevada e, portanto, tornam mais necessária a atribuição de autonomia ao BC. Desses motivos o que desperta mais interesse é o motivo emprego. Este é um assunto muito caro à generalidade do público europeu; há um consenso quase generalizado de que é preciso reduzir os níveis elevados de desemprego. Nesse ambiente, os governos dos Estados-membros vêm-se suportados pelo público nas suas políticas de promoção do emprego, gerando-se pressões adicionais para o BCE implementar uma política monetária mais branda<sup>235</sup>. Só um BCE com um elevado grau de independência é capaz de levantar barreiras a essas pressões.

Uma outra abordagem para justificar a independência do BCE baseia-se no que é defendido pela literatura da *Public Choice*: na medida em que a criação de uma união monetária reduz a concorrência entre políticas monetárias nacionais autónomas, conduz a

---

estabelecimento. Também é de interesse a leitura de Canzoneri, Grilli e Masson (1992), principalmente os capítulos 1, 2, 4 e 5.

<sup>233</sup> Veja-se, por exemplo, Welfens (1991).

<sup>234</sup> Não obstante, alguns BCs tornaram-se legalmente independentes para cumprirem com o Tratado da União Europeia.

<sup>235</sup> Todavia, pode-se argumentar que numa Europa em que os ciclos políticos não coincidem entre os vários Estados-membros, é provável que as pressões políticas venham a ocorrer em momentos diferentes, neutralizando-se umas às outras.

uma maior inflação média. Nesse contexto, uma união monetária apenas consegue melhorar a qualidade da sua política monetária se o seu desenho institucional facilitar um compromisso com políticas de baixa inflação. Para isso acontecer, é preciso que a autoridade monetária comum e central à união seja independente de pressões políticas e, por outro lado, que o próprio processo de integração monetária seja também credível (este último aspecto poderá ser conseguido, impondo-se à remoção da união monetária custos muito elevados, por exemplo, elevando-se os Estatutos do BCE a uma lei com a mesma força legal que uma Constituição, o que de facto foi feito).

Apesar de tudo, a justificação mais óbvia de um BCE independente e ‘conservador’ está ligada à relativamente forte assimetria de incentivos existente entre os países participantes. Os países de baixa inflação, principalmente a Alemanha<sup>236</sup>, exigem um BC comum a toda a União que seja tão ou mais independente do que o seu BC doméstico, uma vez que apenas uma instituição independente estará em condições de resistir aos desejos dos políticos em prescrever uma política monetária inconsistente com a estabilidade dos preços, muito embora não se possa dizer que a independência do BCE seja condição suficiente para garantir estabilidade nominal<sup>237</sup>.

### ***VIII.2.3. O estabelecimento de um Sistema Europeu de Bancos Centrais***

No Conselho Europeu<sup>238</sup> de Madrid (Junho de 1989), o relatório Delors traçou um cenário baseado em três etapas de cooperação monetária e integração institucional para alcançar a UEM. Para isso, seria necessário estabelecer uma instituição monetária central (BCE), que constituísse um sistema com os vários BCNs, segundo uma estrutura federal (Sistema Europeu de Bancos Centrais, SEBC), uma vez que a política monetária única não poderia ser o resultado de decisões e acções implementadas pelos vários BCs de forma

---

<sup>236</sup> Para a Alemanha abdicar da supremacia que tinha ao nível do SME, exigiria alguma compensação; exigiria que a instituição monetária europeia oferecesse garantias muito fortes de estabilidade dos preços. Desde o início, a moeda europeia tinha que ser o espelho um pouco embaciado (ou mesmo límpido) do marco alemão.

<sup>237</sup> Existe na Alemanha um sentimento contrário à inflação que pode até explicar mais depressa o bom comportamento da mesma, do que o grau de independência legal de que o *Bundesbank* goza.

<sup>238</sup> O Conselho Europeu reúne os chefes de Estado e de Governo dos países membros da União Europeia.

independente uns dos outros<sup>239</sup>. Desta maneira, nas palavras de Santos (1995), foi afastada a solução política em favor de uma solução tecnocrática desconcentrada<sup>240</sup>, imbuída do princípio da subsidiariedade, fundamentalmente com base na convicção de que os políticos são fonte de inflação.

Além disso, o relatório Delors sustentou que as taxas de câmbio ficassem irrevogavelmente fixadas e que o SEBC tivesse total responsabilidade sobre a política monetária na Comunidade e fosse totalmente independente das instruções de governos nacionais e outras entidades comunitárias, mas ficando sujeito à obrigação de cumprir com o objectivo da estabilidade dos preços e à sustentação do conjunto de política económica geral, desde que este não invalidasse o primeiro objectivo<sup>241</sup>.

O Tratado da União Europeia<sup>242</sup>, assinado em 7 de Fevereiro de 1992, formalizou as propostas do relatório Delors, fixando um calendário para o processo.

Em matéria de política orçamental, esta mantém-se na UEM como uma questão de ordem nacional devido ao princípio da subsidiariedade. No entanto, já o relatório Delors expressava receios sobre uma potencial acumulação excessiva de dívida pública, o que podia pôr em causa a credibilidade da política de estabilidade dos preços do BCE. Por isso, além de estabelecer um elevado grau de independência para o BCE, o Tratado propôs limites aos défices orçamentais e à dívida pública<sup>243</sup>, precauções estas reafirmadas com a assinatura do Pacto de Estabilidade e Crescimento, já em 1997, como uma forma de salvaguardar a independência do BCE<sup>244</sup>.

---

<sup>239</sup> O art. 4.º-A do Tratado consagra a instituição de um SEBC e de um BCE, os quais devem actuar de acordo com as atribuições que lhe são legalmente conferidas pelo referido Tratado e pelos Estatutos do SEBC e do BCE.

<sup>240</sup> Note-se que na questão do estabelecimento de um organismo controlador da política monetária era possível optar por uma de duas soluções: ou uma solução política de atribuição da política monetária a um órgão político, como o Conselho Europeu; ou uma solução tecnocrática que por sua vez, incorporava duas possibilidades: atribuição da política monetária a uma entidade centralizada que substituisse mesmo os próprios BCNs; ou a atribuição da política monetária da UEM a uma entidade central, conservando os BCNs num sistema. Foi esta última solução a escolhida, i.e., uma 'centralização desconcentrada'.

<sup>241</sup> Cf. Art. 2.º dos Estatutos do SEBC e do BCE.

<sup>242</sup> Adiante referido apenas como 'Tratado'.

<sup>243</sup> Cf. art. 104.º - C do Tratado.

<sup>244</sup> O Pacto de Estabilidade e Crescimento, defende o BCE numa posição de liderança estratégica (da política monetária sobre a política orçamental, fragmentada na UEM). As regras fixadas para o défice ajudam a autoridade monetária da UEM a resistir às pressões políticas e económicas, prováveis num ambiente europeu não dotado de uma cultura de estabilidade monetária. (Artis e Winkler, 1997).

Não diminuindo a importância de outros eventos importantes na construção europeia, já em 1998, no fim de semana de 2 e 3 de Maio, os chefes de Estado e de Governo, reunidos em Conselho Europeu, nomearam os países que, cumprindo com os critérios de convergência nominal e não tendo optado por ficar de fora, aderiram ao projecto da moeda única<sup>245</sup>. Além disso, nesse fim de semana em Bruxelas, passaram a ser conhecidas as taxas bilaterais com as quais os países participantes fixarão as taxas de câmbio das suas moedas no início da UEM e foram, também, designados os presidente e vice presidente do BCE, bem como os outros elementos que constituem a Comissão Executiva do mesmo BC<sup>246</sup>. Em 13 de Maio, o Parlamento Europeu aprovou a nomeação feita. E no primeiro dia de Junho, o BCE tornou-se formalmente operacional, de forma a preparar-se adequadamente para que a partir de 1 de Janeiro de 1999 possa decidir e implementar a política monetária única para a UEM.

### **VIII.3. Caracterização geral do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu**

Tal como já foi referido e é sobejamente conhecido, o SEBC, à semelhança do próprio sistema alemão (*Bundesbank* e os *LänderBanks*), é constituído pelo BCE e pelos BCNs.

De acordo com o art. 3.º dos Estatutos do SEBC e do BCE<sup>247</sup>, as tarefas básicas atribuídas ao SEBC são: a definição e execução da política monetária da Comunidade; a realização de operações no mercado de câmbios, de acordo com o Conselho Europeu<sup>248</sup>; a

---

<sup>245</sup> Esta decisão foi tomada com base nas recomendações do Conselho Ecofin e de relatórios apresentados pelo Instituto Monetário Europeu (antecessor do BCE). Os países seleccionados foram: Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos e Portugal. De fora ficaram o Reino Unido e a Dinamarca, por opção política, e a Grécia e Suécia por não cumprimento integral dos critérios de convergência.

<sup>246</sup> Foram nomeados os seguintes elementos: Willem Duisenberg (presidente do BCE, por oito anos, embora se espere que resigne antes do fim do mandato), Christian Noyer (vice presidente), Otmar Issing (por oito anos), Tomaso Padoa-Schioppa (por sete anos), Eugenio D. Solans (por seis anos) e Sirkka Hämäläinen (por cinco anos).

<sup>247</sup> Adiante, apenas 'Estatutos'.

<sup>248</sup> O BCE terá ainda assim influência em matéria cambial, uma vez que, de acordo com o art. 109.º do Tratado, o Conselho (Ecofin) pode formular orientações gerais de política cambial, após ter consultado o BCE ou ter recebido deste recomendações. Esta é uma maneira de evitar que a manutenção da estabilidade

detenção e gestão das reservas cambiais oficiais dos Estados-membros; e a promoção do bom funcionamento dos sistemas de pagamentos.

O funcionamento do SEBC passa pelo contributo de três órgãos, dois permanentes e um temporário (enquanto ainda houver países da UE a não participarem na UEM). O primeiro, o Conselho de governadores, constituído pelos governadores dos BCNs dos países participantes na UEM e pelos seis elementos da Comissão Executiva do BCE, define as grandes orientações da política monetária para a União (à semelhança do Conselho do *Bundesbank*). Este órgão delibera, geralmente, por maioria simples, correspondendo a cada elemento um voto. Em caso de empate, o presidente tem voto de qualidade. Alguns autores defendem que essa regra não é a melhor. Assim, por exemplo, von Hagen e Süppel (1994) avaliam soluções alternativas para a distribuição do poder de decisão (votos) no Conselho, defendendo que o seu desenho óptimo depende das preferências dos Estados-membros e da estrutura aleatória dos choques que atinjam as regiões individuais da UEM. O sistema de votação tal como está previsto, poderá ser uma boa ideia se os Estados-membros apresentarem preferências similares com respeito à política monetária da União; caso contrário, poderá conduzir a ineficiências substanciais na política implementada. Note-se que na realidade, embora as atitudes dos vários Estados-membros com respeito à inflação sejam cada vez mais próximas, ainda não são as mesmas (Morales e Padilla, 1995)<sup>249</sup>.

Um outro órgão é a Comissão Executiva (ou directório), constituído por seis elementos (presidente, vice-presidente e quatro vogais) nomeados por oito anos, não renováveis, e de comum acordo pelos Governos dos Estados-membros a nível de Chefes de Estado ou de Governo, sob recomendação do Conselho Europeu e após este ter consultado o Parlamento Europeu. À Comissão Executiva cabe a execução da política monetária de acordo com as orientações do Conselho de governadores, podendo dar as necessárias instruções aos

---

dos preços seja posta em causa. Em geral, pode dizer-se que o BCE tem responsabilidade nas operações cambiais do dia-a-dia, enquanto que ao Conselho ficam reservadas as decisões de regime cambial.

<sup>249</sup> Estes autores tentaram descobrir o quadro institucional (ou mecanismo monetário) que alcançasse um resultado de primeiro óptimo e onde os Estados-membros achassem como óptimo delegar a política monetária numa instituição independente.

vários BCNs<sup>250</sup>. Este órgão delibera, normalmente, por maioria simples, tendo o seu presidente voto de qualidade, em caso de empate.

Finalmente o Conselho Geral, que reúne os presidente e vice-presidente do BCE e os governadores de todos os BCNs da União Europeia (participantes ou não na UEM). Este órgão não intervém na definição nem na execução da política monetária. Será o lugar privilegiado de concertação entre os países da zona Euro e da não Euro, mas da União Europeia.

#### **VIII.4. Avaliação do desenho do Banco Central Europeu**

O desenho institucional do BCE despertou considerável atenção e continua a ser objecto de análise na literatura; basta ver a quantidade de trabalhos e artigos publicados. Nesta secção, tenta-se fazer uma avaliação da solução escolhida para o BCE, à luz dos conceitos e conclusões que se foi apresentando nos capítulos precedentes deste trabalho.

##### ***VIII.4.1. Independência***

Na prática, a independência efectiva de um BC (e a sua credibilidade e reputação) tende a estabelecer-se com o tempo, ao longo de uma cadeia de acontecimentos. No caso do BCE, como deste não se conhece história anterior, um elemento muito importante é o que está legalmente previsto e que constitui a base da sua independência.

Na resolução do potencial problema de enviesamento inflacionista, de maneira a isolar a política monetária única das preferências mais imediatas das autoridades orçamentais nacionais, os legisladores europeus optaram pela abordagem legislativa ao estabelecerem por lei um BCE independente, com um objectivo claramente definido de manutenção da estabilidade dos preços<sup>251</sup>. Fischer (1997) afirmou que essa solução institucional possui todos os ingredientes necessários à independência. Um pouco em confronto com esta

---

<sup>250</sup> Embora a política seja definida centralmente, a sua execução é descentralizada pelos vários BCNs.

<sup>251</sup> Esta opção corresponde a uma das que Persson e Tabellini (1993) sugeriram e a que se fez referência, neste trabalho, na introdução do capítulo dos fundamentos teóricos de um BC independente.

opinião, Levine e Pearlman (1994) referiram que o grau adequado de ‘conservadorismo’ do BC depende em larga medida do estado do seu mercado de trabalho. Embora um pouco semelhantes, as estruturas dos mercados de trabalho são diferentes entre os vários países. Isso poderá significar que o grau de ‘conservadorismo’ escolhido para o BCE não deverá agradar a todos. A respeito deste problema, Mato de Molina (1997), numa conferência organizada pelo BC da Áustria, em Maio de 1997, confessou que a questão que se colocava com mais acuidade era a adequação do modelo escolhido para o BCE (altamente independente) às especificidades dos mercados de trabalho europeus. Esta questão está relacionada com o efeito da independência do BCE na taxa de desemprego; dependendo do grau de centralização na negociação salarial, os efeitos podem ser diversos (Cukierman, 1997)<sup>252</sup>.

#### **VIII.4.1.1. Independência reconhecida no Tratado da União Europeia**

O BCE tem os seus Estatutos incorporados como Protocolo anexo ao Tratado, lei com a mesma força de uma Constituição. Nos Estatutos estão fixados dois princípios fundamentais: a independência do BCE e o objectivo primário da estabilidade dos preços.

Note-se que a maior parte das leis-quadro de outros BCs referem como objectivo da autoridade monetária a ‘salvaguarda do valor da moeda’. Nesta matéria, os Estatutos vão mais longe, na medida em que especificam ‘manutenção da estabilidade dos preços’<sup>253, 254</sup>. A este respeito, Fratianni e Huang (1992) defenderam que ao ser atribuída tanta importância à estabilidade dos preços como a que está prevista no Estatutos, este poderia correr o risco de perder reputação e induzir os agentes económicos (fundamentalmente, no mercado de trabalho) a comportarem-se de forma não cooperativa, o que se poderia na realidade tornar contraproducente para o alcance efectivo da estabilidade dos preços.

---

<sup>252</sup> Ver tratamento desta questão neste trabalho, na parte final do capítulo dos fundamentos empíricos da independência dos BCs.

<sup>253</sup> Cf. art. 2.º dos Estatutos.

<sup>254</sup> A expressão ‘salvaguarda do valor da moeda’ acaba por ser pouco explícita, porque pode querer referir-se a uma de três alternativas: valor interno da moeda, onde coincidem estabilidade monetária e estabilidade de preços; valor externo e valor temporal da moeda, onde não há correspondência entre estabilidade monetária e estabilidade de preços.

Por outro lado, o art. 2.º dos Estatutos estabelece ainda que o BCE deve actuar de acordo com o princípio de uma economia de mercado aberta e de livre concorrência. Isso constituirá uma barreira às possíveis pressões para alterar a afectação de recursos de capital a favor de autoridades orçamentais de determinados países.

A vantagem da independência legal atribuída ao BCE vai mais longe do que em outros BCs independentes, também por outro motivo: a alteração dos seus Estatutos apresenta-se mais difícil do que é comum<sup>255</sup> – exige a alteração do próprio Tratado, o que por sua vez implica a decisão por unanimidade dos Estados-membros e a sua aprovação através de referendos em alguns desses Estados<sup>256</sup>. Por isso, o BCE goza de um grau de independência legal superior aos dos outros BCNs conhecidos como mais independentes<sup>257</sup>.

O elevado grau de independência conferida ao BCE pode não ser tão desejável quanto isso. De acordo com Pina (1998), a eventualidade de não existir coordenação das políticas orçamentais cria condições para desejar um BCE ‘anti-conservador’.

#### VIII.4.1.2. Independência pessoal do BCE

A independência pessoal está associada à impossibilidade do poder político exercer influências sobre a decisão da autoridade monetária. Em relação ao BCE, os membros da sua Comissão Executiva são nomeados para mandatos de oito anos<sup>258</sup>, não renováveis<sup>259</sup>, num processo um pouco complexo, uma vez que a sua escolha exige a unanimidade de

<sup>255</sup> Jensen (1997) referiu que a delegação da política monetária a um BC independente só seria proveitosa se fossem suficientemente elevados os custos de alteração das condições sob as quais a política monetária opera. Isso verifica-se numa situação quase extrema no caso do BCE.

<sup>256</sup> Para alguns artigos não relacionados com as funções e actividades principais do BCE ou com o princípio da independência, é exigida apenas maioria qualificada do Conselho quando a alteração é proposta pelo BCE (para o que foi exigido unanimidade do Conselho de governadores) ou unanimidade quando a proposta seja feita pela Comissão Europeia (após consulta do BCE) – Cf. art. 41.º dos Estatutos.

<sup>257</sup> Em apêndice a este trabalho, pode ver-se uma matriz de classificações de países segundo a independência e responsabilização dos respectivos Bancos Centrais (Quadro A.2).

<sup>258</sup> A nomeação inicial não respeitará esses oito anos, pois será realizada de acordo com o art. 50.º, como forma de criar condições para um processo de rotação dos elementos da Comissão Executiva, evitando que quando um elemento termine o seu mandato, também aconteça o mesmo com os seus colegas, situação que conduziria a uma mudança de todo o bloco dos membros da Comissão Executiva, o que potencialmente criaria expectativas de possível mudança de orientação de política monetária.

<sup>259</sup> Cf. art. 11.º n.º 2, dos Estatutos.

todos os chefes de Estado e de Governo dos países participantes na UEM, sob recomendação do Conselho Europeu e sob consulta do Conselho de governadores e do Parlamento Europeu. Os elementos constituintes da Comissão Executiva apenas podem ser demitidos por falta profissional grave ou caso não preencham os requisitos necessários para o cargo<sup>260</sup>.

O Tratado impõe que os governadores dos BCNs dos Estados-membros (participantes ou não da UEM) sejam também independentes<sup>261</sup>, com mandatos cuja duração exceda os ciclos eleitorais. De outra forma, os governadores nacionais podiam constituir-se como um bloco de maioria nas votações de decisões no Conselho de Governadores do BCE, respondendo aos interesses nacionais, desvirtuando a independência do próprio BCE<sup>262</sup>. Todavia, mesmo assim, como lembra Lohmann (1998), as eleições nacionais e europeias não ocorrem simultaneamente (como já se teve oportunidade de lembrar), pelo que em dado momento, apenas um pequeno número de membros no Conselho de governadores do BCE representaria interesses de governos nacionais próximos de eleições. Nesse ambiente, o eleitor mediano nas reuniões do Conselho iria rejeitar a acomodação monetária do interesse daquela minoria.

Alguns autores falam de uma independência institucional de que goza o BCE, uma vez que nem ele, nem os BCNs obedecem a orientações dos Governos nacionais ou de instituições europeias<sup>263</sup>. Desta forma, usando as palavras de Lamfalussy (1997), a porta para a política monetária única está fechada a instruções políticas de terceiros; mesmo as próprias tentativas para o fazer estarão em conflito com o previsto no Tratado e nos Estatutos.

---

<sup>260</sup> Cf. art. 11.º n.º 4, dos Estatutos.

<sup>261</sup> A lembrar as alterações que deviam ser feitas em cada um dos BCNs, o IME publicou um relatório em Novembro de 1996, sob o título de “Progress towards convergence 1996”.

<sup>262</sup> Numa Europa com um poder descentralizado sobre a política orçamental, os Governos nacionais são sujeitos a escrutínio eleitoral baseado nos resultados económicos em cada país, onde tem influência a política monetária única do BCE. Se os governadores dos BCNs se apresentassem como agentes perfeitos dos governos nacionais (e não independentes), o seu contributo nas decisões do BCE estaria enviesado para os interesses nacionais, acomodando-se mais facilmente pressões eleitorais para alimentar processos de inflação.

<sup>263</sup> Cf. artigos 7.º e 21.º, dos Estatutos e art. 107.º do Tratado.

### VIII.4.1.3. Independência económica do BCE

O BCE goza de um nível relativamente elevado de independência económica ou financeira, por vários motivos ou aspectos que se referem de seguida.

Em primeiro lugar, o BCE possui capital próprio e activos de reserva, como prevêem os artigos 28.º e 30.º dos Estatutos. E, de acordo com o art. 32.º-5, os proveitos decorrentes da sua actividade serão distribuídos pelos BCNs de acordo com a participação que tenham no capital do BCE (que é função do peso do país na União Europeia, em matéria de PIB e de população). As regras para o aumento de capital do BCE são da exclusiva responsabilidade do Conselho de governadores.

Por outro lado e, mais importante em termos de independência económica, é a interdição de financiamento directo ou indirecto aos governos nacionais e outras entidades públicas comunitárias pela autoridade monetária da UEM<sup>264</sup>.

Além disso, o art. 104.º-B prevê a chamada cláusula de ‘*no bail-out*’, segundo a qual as dívidas contraídas por um Estado-membro não serão assumidas pela União Europeia, nem pelos Estados-membros. Note-se, contudo, que, dados os riscos de uma certa crise de insolvência por parte de um Estado-membro passar para os seus parceiros, e apesar de não estar previsto nos Estatutos, o BCE poderá neste caso ver-se obrigado a intervir em auxílio do país em dificuldades.

### VIII.4.1.4. Independência política do BCE

Sem dúvida que o BCE tem independência de instrumentos, pois tem liberdade de escolha dos instrumentos de política monetária que ache mais adequados ao alcance do objectivo estabelecido. Todavia, em matéria de objectivos, o BCE goza de relativamente fraca independência, uma vez que os seus Estatutos lhe impõem a manutenção da estabilidade dos preços. Ainda assim, os textos legais não definem ‘estabilidade de preços’, o que dá alguma margem de manobra à autoridade monetária central da UEM,

---

<sup>264</sup> Cf. art. 21.º n.º 1, dos Estatutos e artigos 104.º e 104.º-A do Tratado.

embora também se possa vir a constituir como uma fonte de conflitos entre os Estados-membros<sup>265</sup>.

#### VIII.4.1.5. Alguns aspectos menos fortes na independência do BCE

A lei atribui ao BCE elevado nível de independência em relação ao poder político dos Estados-membros e de instituições políticas europeias. Mas, os países que integram a UEM diferem nas suas atitudes com respeito à inflação, de tal maneira que é possível que os governadores dos BCNs dos respectivos países votem as decisões de política monetária com o pensamento na economia do conjunto da UEM, não esquecendo, porém, as questões mais caras aos países que representam. E o efeito deste comportamento sobre as decisões do Conselho de governadores será tanto mais evidente quanto menor for o peso da Comissão Executiva na votação dessas decisões.

Na opinião de Bini Smaghi (1996), a abertura da UEM a mais países constitui um perigo para a independência do BCE. Um aumento do número de países significará igual aumento no número de elementos no Conselho de governadores, onde se incluem os seis elementos da Comissão Executiva, que vê reduzir-se a sua importância relativa nas decisões votadas - note-se que neste Conselho, o lema é 'um homem, um voto'<sup>266</sup>.

No quadro que a seguir se apresenta (Quadro 7), pode-se ver a evolução previsível do poder de influência dos votos dos membros da Comissão Executiva, à medida que a UEM aumenta de dimensão<sup>267</sup>. Num cenário em que os membros da Comissão referida não demonstram preferências pelos países de nacionalidade, podem efectivamente mostrar-se como um bloco que influencia as decisões de política monetária da UEM, minimizando os efeitos de eventuais desacordos de alguns (poucos) governadores de BCNs. Numa

---

<sup>265</sup> Na sua reunião de 13 de Outubro do corrente ano (1998), o Conselho de governadores decidiu fixar um objectivo de taxa de inflação anual harmonizada de até 2%. "... the Governing Council of the ECB has adopted the following definition: 'Price stability shall be defined as a year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) for the euro area of below 2%'.(BCE, 1998).

<sup>266</sup> Cf. art. 10.º n.º 2, dos Estatutos.

<sup>267</sup> São consideradas quatro situações: a primeira é a situação actual (11 países); a segunda, refere-se à situação após integrarem a moeda única os quatro países que já constituindo a União Europeia, optaram por ficar de fora ou não cumpriram os critérios de convergência; a terceira situação representa o estado da UEM após a integração previsível a médio ou longo prazo, de acordo com alguns autores, de seis países, como Estónia, Polónia, República Checa, Hungria, Eslovénia e Chipre. Finalmente, a quarta situação refere-se a uma UEM já mais crescida com a inclusão de cinco países adicionais (admitiu-se que este novo alargamento seria feito pela inclusão de Letónia, Lituânia, Roménia, Bulgária e Eslováquia).

situação em que a União seja constituída de 21 países, a importância daquele bloco diminui significativamente, quando comparado com a situação actual, ao que poderá corresponder, de acordo com Bini Smaghi (*op. cit.*), uma redução da independência do BCE.

**QUADRO 7 – EFEITO DO ALARGAMENTO DA UEM SOBRE A IMPORTÂNCIA DOS VOTOS DA COMISSÃO EXECUTIVA DO BCE NAS DECISÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA ÚNICA, NO ÂMBITO DAS REUNIÕES DO CONSELHO DE GOVERNADORES**

	Número de países constituintes da UEM	Número de governadores de BCNs	Votos da Comissão	
			Em quantidade	Em percentagem no total dos votos
A	11	11	6	6 / 17 = 35,3 %
B	15	15	6	6 / 21 = 28,6 %
C	21	21	6	6 / 27 = 22,2 %
D	26	26	6	6 / 32 = 17,8 %

Por outro lado, alguns autores, entre os quais Gormley e De Haan (1996), defendem que, em certa medida, a independência do BCE estará comprometida pela sua obrigação em sustentar as linhas gerais da política económica da Comunidade, embora isso não possa pôr em risco o alcance do objectivo primeiro: estabilidade dos preços. Analisando-se o ambiente actual e o passado mais recente, verifica-se que há uma corrente (encabeçada pela França) que se tenta defender do rigor que o *Bundesbank* deseja transferir para o BCE. A este respeito recorde-se, por exemplo, os dilemas levantados no Conselho Europeu de 2 e 3 de Maio de 1998<sup>268</sup>.

Uma outra fonte de redução de independência do BCE pode residir na forma pouco clara com que as competências relativas à política cambial da UEM foram definidas. Basicamente, o Tratado dividiu a responsabilidade sobre a política de câmbios entre o BCE e o Conselho Ecofin. Embora essa divisão tenha sido feita pelo legislador de forma a minimizar a participação do Conselho Ecofin nessas decisões, a Cimeira de Amesterdão

<sup>268</sup> Os acontecimentos do Conselho Europeu no fim de semana de 2 e 3 de Maio de 1998, em matéria de designação do primeiro presidente do BCE, são compatíveis com a letra mas não com o espírito do Tratado, tendo criado uma certa impressão de influência política sobre o BCE, o que pode trazer consequências menos boas para a credibilidade da instituição, apesar das declarações contrárias de Duisenberg sobre esta questão.

parece ter deslocado responsabilidade adicional naquela área de decisão para o Ecofin<sup>269</sup>. Isso poderá constituir-se como uma redução da independência efectiva do BCE, posto que alterações da taxa de câmbio são obtidas por via de alterações na política monetária (Feldstein, 1997, p. 26).

Com respeito à independência económica do BCE, De Haan (1997) lembra que os Estatutos do BCE e dos vários BCNs permitem, numa pequena extensão, o financiamento ainda que indirecto do Tesouro, quer através de operações de mercado aberto no mercado secundário, quer quando o BCE aceita títulos de dívida pública nas operações de refinanciamento dos bancos comerciais junto do BC. O autor sugere que os Estatutos deviam sofrer emenda através de uma lista exaustiva sobre os títulos ‘transaccionáveis’ junto do BCE.

A área da supervisão bancária a nível da UEM é entregue aos vários Estados-membros. Assim, esta área não se revela como redutora da independência da autoridade monetária da UEM, embora o art. 3.º dos Estatutos preveja que o BCE deva zelar pelo bom funcionamento do sistema de pagamentos, o que significa que no caso de existir risco de instabilidade financeira, o BCE poderá “esquecer” um pouco o seu objectivo primeiro que é a estabilidade dos preços<sup>270</sup>. Todavia, maior estabilidade bancária e financeira poderá significar maior estabilidade de preços a longo prazo – é a opinião de Cukierman (1995, pp. 6 e 7), que acredita ainda que não se corria o risco de pôr em causa a estabilidade dos preços e a credibilidade da política monetária da UEM, se ao BCE fossem atribuídas funções de supervisão bancária.

Finalmente, na opinião de Feldstein (*op. cit.*), na Europa não existe tradição que suporte o nível elevado de independência atribuído ao BCE; na opinião do autor, não há razões que façam crer que os eleitores europeus sejam capazes de sustentar esse quadro, pelo que o mais previsível seja uma evolução para uma situação de menos independência do BCE.

---

<sup>269</sup> E recorde-se que alguns países, nomeadamente a França, favorecem uma desvalorização do Euro, como forma de redução do desemprego elevado na Europa.

<sup>270</sup> Numa altura de eventual colapso de alguns bancos, as consequências nefastas que se podem fazer sentir nos mercados financeiros podem levar o BCE a rever a posição de neutralidade na supervisão do sistema bancário e financeiro.

## VIII.4.1.6. Quantificação do grau de independência do BCE

Tal como já foi referido em páginas anteriores, a literatura tem sugerido algumas medidas de independência do BC. Recorde-se que além da independência legal, certos autores (ex. Cukierman) apresentaram algumas outras medidas de carácter não legal (rotação dos governadores, resultados de inquéritos). No caso do BCE, dado não existir história acerca da sua conduta, uma avaliação aos seus estatutos acaba por ser a única maneira de avaliar o grau de independência ou autonomia do BCE. Assim, recorrendo aos critérios de quantificação do grau de independência de seis trabalhos mais significativos da literatura e ao índice sugerido no âmbito deste trabalho, apresenta-se no quadro seguinte (Quadro 8) o grau de independência legal atribuído ao BCE.

QUADRO 8 – QUANTIFICAÇÃO DO GRAU DE INDEPENDÊNCIA LEGAL ATRIBUÍDO AO BCE

	Medidas de independência legal utilizadas	Valores (máximo – mínimo)	Quantificação para o BCE	
1.	Bade e Parkin (1988)	(1 – 4)	4	
2.	Alesina (1988, 1989)	(1 – 4)	4	
3.	Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991)	Independência económica	(0 – 8) (a)	7
		Independência política	(0 – 8) (b)	8
		Valor total de independência	(0 – 16) (a+b)	15
4.	Cukierman, Webb e Neyapti (1992)	(0 – 1)	0,83	
5.	Cukierman (1992)	Independência legal ponderada	(0 – 1)	0,74
6.	Eijffinger e Schaling (1993a) e Eijffinger e van Keulen (1995)	(1 – 5)	5	
7.	Independência legal segundo medida sugerida neste trabalho <sup>271</sup>	Pessoal	(0 – 3)	2,5
		Política	(0 – 4)	3,66
		Económica e financeira	(0 – 1)	1
		Valor total de independência	(0 – 8)	7,16

A partir destes resultados e comparando com os valores máximos admissíveis em cada uma das maneiras de quantificação da independência, conclui-se que é relativamente elevado o grau de autonomia com que o BCE foi estabelecido.

<sup>271</sup> Conforme os procedimentos apresentados em apêndice a este trabalho.

Até que ponto a esse elevado nível de independência legal não corresponderão problemas de legitimação democrática das suas decisões de política monetária? Esta questão é objecto de análise nas secções seguintes.

#### ***VIII.4.2. Déficit democrático no Banco central Europeu?***

O grau de independência previsto legalmente para o BCE pode, no entender de alguns autores ser excessivo, muito embora como se viu, existam alguns pontos onde essa independência possa não ser tão forte. No entanto, alguns autores perspectivam a política monetária como se tratasse da política orçamental, devendo ser determinada por representantes eleitos democraticamente<sup>272</sup>.

Em termos das regras de democracia, os Estatutos foram adoptados de forma democrática, tendo sido, como elemento do Tratado, objecto de debate extenso ao nível de todos os parlamentos nacionais. Por essa via, a legitimação democrática da política monetária europeia assume uma dimensão nacional. Também a própria regra de votação no Conselho de governadores coloca em igualdade de circunstâncias todos os Estados-membros, muito embora os membros da Comissão Executiva do BCE possam favorecer ou ‘lutar’ por aspectos mais caros aos países de nacionalidade (o que não deverá acontecer, de acordo com o previsto na lei).

A defesa de independência forte para o BCE, apesar das críticas de déficit de democracia que se lhe levantam, acaba por ser algo necessário para aquele construir uma certa credibilidade.

Mesmo assim, de forma a reduzir eventuais défices de democracia nas suas decisões, exige-se que o BCE tenha uma conduta transparente, para o que vai ajudar em muito os esforços de comunicação da sua parte, facilitando a responsabilização pelo seu comportamento.

---

<sup>272</sup> Levy (1995) impõe duas condições sob as quais a independência do BC é compatível com a democracia: em primeiro lugar, a política monetária devia ter consequências bastante contidas, no sentido de um BC independente não ser capaz de influenciar o emprego e outros aspectos importantes da economia; e em segundo lugar, o BC devia seguir um método objectivo e sistemático na selecção da política certa para alcançar o seu objectivo de uma moeda e um sector financeiro estáveis.

### VIII.4.2.1. A construção da credibilidade do BCE

No presente trabalho têm sido feitas algumas referências à credibilidade da autoridade monetária. Nesta matéria, o BCE parte, digamos, com alguma desvantagem em relação, por exemplo, ao *Federal Reserve Bank (FED)* dos E.U.A., principalmente porque não tem história contada<sup>273</sup>. Todavia, e por esse mesmo facto, o Tratado e os Estatutos dotaram-no institucionalmente de condições que favorecem a construção de reputação.

Institucionalmente, o BCE foi desenhado bastante à imagem do *Bundesbank*. No entanto, convém lembrar que uma instituição não é credível porque montada à semelhança de uma outra instituição credível<sup>274</sup>. Ainda que à nascença, o BCE possa ser dotado de alguma reputação, a verdade é que a vai obtendo ao longo do tempo, sendo os momentos de baixo crescimento económico ou de recessão aqueles que proporcionam oportunidade de construção de credibilidade. Na construção da reputação do BCE, além do estipulado na lei, o ambiente em que o BCE opera e o quadro de política monetária escolhida, são factores muito importantes. Esse ambiente está relacionado com condições de ordem económica (o ambiente orçamental e as exigências ao nível do défice orçamental, previstas no Pacto de Estabilidade e Crescimento, para o período após criação da moeda única) e de ordem política (aceitação, irreversibilidade e durabilidade da UEM). Quanto ao quadro monetário escolhido pelo BCE, este é deveras importante porque a avaliação que o mercado faz dele vai influenciar a velocidade de criação (ou destruição) da sua credibilidade. Neste âmbito, Cukierman (1995, p. 4) sugere que os objectivos do BCE devam ser claramente definidos nos seus Estatutos (com simplicidade e transparência). A transparência das decisões e planos de política monetária, essencial para a responsabilização do BC, facilita também a construção da reputação. E, neste âmbito é importante a estratégia de política monetária escolhida pelo BCE<sup>275</sup>. Recentemente, na reunião de 13 de Outubro do ano corrente, o Conselho de governadores declarou a sua

<sup>273</sup> Embora os especialistas em política monetária que foram escolhidos para constituir a Comissão Executiva sejam já bastante conhecidos pelos mercados e, portanto, tenham já alguma história feita.

<sup>274</sup> “If the Bundesbank’s reputation capital could be somehow transferred to the new institution, all EC economies would benefit from high credibility of monetary policy in Western Europe that would otherwise have to be accumulated over many years; less uncertainty over monetary policy strategies will then pay off in the form of less uncertainty in financial markets, and this should reduce real interest rates – welcome not least by governments with a high debt burden” (Welfens, 1991, p. 42).

<sup>275</sup> “The ESCB will therefore need to make a strong and verifiable precommitment about how it will run monetary policy if it is to be seen as highly credible by all those who can affect prices” (Mayes, 1998).

opção por uma abordagem fundada em três pilares: um objectivo de inflação explícito, um valor de referência para o crescimento de um agregado monetário e um *mix* de outros indicadores (Cf. BCE, 1998).

Ainda em termos do quadro monetário, para além do referido, deve desde o início, estabelecer-se regras de distribuição de senhoriagem (o que foi feito), uma vez que esta será determinante da taxa de inflação a longo prazo no espaço da União Monetária constituída de autoridades orçamentais desconcentradas<sup>276</sup>. Na ausência de regras explícitas respeitantes à distribuição da senhoriagem, ficam criadas as condições para os governos pressionarem o BCE, não sendo de desprezar as potenciais consequências negativas que a criação de grupos de interesse específicos podem ter sobre a credibilidade e o alcance dos objectivos do BCE. Tal como lembra Cukierman (1995), um ambiente do tipo descrito é caracterizado por um problema de *free-rider*, cuja consequência mais importante é uma taxa de inflação sub-ótima, na medida em que os órgãos orçamentais individuais apreciam basicamente as maiores receitas de senhoriagem associadas, não internalizando os custos associados à maior inflação produzida. Por outras palavras, não existindo uma política monetária centralizada e regras de distribuição da senhoriagem, a pressão que o órgão orçamental de cada país pode exercer sobre o BCE reflectirá a avaliação que faria das consequências da inflação sobre os seus interesses, desprezando os efeitos sobre os outros países (como se não existisse um BCE). O resultado seria uma taxa de inflação sub-ótima.

Em matéria de distribuição da senhoriagem, Cukierman (1995) sugeriu três alternativas: fixar o montante em cada ano, por via de negociações políticas entre os Estados-membros; considerar as receitas de senhoriagem como fonte de receitas da Comissão Europeia; ou a alternativa mais isolada de pressões políticas, embora reduzindo a capacidade de implementar políticas de redistribuição entre os Estados-membros, e que consiste em especificar antecipadamente a distribuição, nos Estatutos legais. Efectivamente, estes vieram prever exactamente a terceira solução<sup>277</sup>.

---

<sup>276</sup> Na ausência de regras de distribuição da senhoriagem, o BCE poderia ser tentado a favorecer os países que apresentassem menores receitas. Os governos, antecipando esse comportamento, seriam incentivados a reduzir as suas taxas de impostos sobre o rendimento, obtendo-se um equilíbrio caracterizado por inflação excessiva na UEM. (Botazzi e Manasse, 1998).

<sup>277</sup> Cf. art. 33.º dos Estatutos.

Na construção da credibilidade, a responsabilização pode ter importância, dado constituir-se como um obstáculo ao eventual défice democrático de que se fala, porque auxiliando a efectivação da independência em relação ao poder político, serve de contrapeso ao exagerado uso da autonomia do BC<sup>278</sup>.

#### VIII.4.2.2. Responsabilização do BCE

Uma crítica levantada à independência do BCE prende-se com o pobre tratamento dado no Tratado à responsabilização democrática daquele, que em alguns aspectos acaba por ser inferior à do *Bundesbank*, uma vez que neste ainda é mantida a possibilidade de alteração da sua lei orgânica (o que favorece uma certa legitimação democrática da política monetária do BC alemão), ao passo que, como já se referiu, o texto legal que rege o BCE é de muito difícil alteração.

Uma das dificuldades em responsabilizar é, a maior parte das vezes, a ausência de um padrão de comparação para avaliar o desempenho do BC (por exemplo, o objectivo claramente definido). Romer e Romer (1996) referem que a ausência de uma definição clara de ‘estabilidade de preços’ escrita nos Estatutos, assim como a inexistência de sanções sobre o BCE por um insucesso no alcance desse objectivo, tornam o mandato menos vinculativo do que seria desejável, sendo mais difícil de fazer operar a responsabilização<sup>279</sup>.

A responsabilização do BCE reflecte-se, acima de tudo, no facto dos elementos da sua Comissão Executiva, por iniciativa própria ou quando lhes seja requerido, serem ouvidos pelos comités competentes do Parlamento Europeu, como prevê o art. 109.º-B3 do Tratado. Não se estabeleceu nada tão forte como o que está previsto na Nova Zelândia, que é o despedimento do governador. Aliás, com respeito a isso, o presidente do BCE e os seus colaboradores na Comissão Executiva são demitidos apenas quando deixem de

---

<sup>278</sup> Pode ver-se a este respeito Demertzis, *et al.* (1998).

<sup>279</sup> Em tempo devido, o Instituto Monetário Europeu declarou corresponder ‘estabilidade de preços’ a uma taxa de inflação média anual de até 2%, o que foi confirmado na reunião do Conselho de governadores do BCE em 13 de Outubro do corrente ano.

preencher os requisitos necessários ao exercício das suas funções ou tenham cometido falta profissional grave<sup>280</sup>.

O Tratado também prevê a possibilidade do presidente do Conselho Europeu e de um membro da Comissão participarem, ainda que sem direito a voto, nas reuniões do Conselho do BCE, podendo mesmo o primeiro submeter moções à apreciação e deliberação do último<sup>281</sup>. Alguns autores têm defendido que estes encontros deviam ser aproveitados para se desenvolver uma prática de diálogo regular entre o presidente do Banco e o presidente do Conselho Europeu, como acontece entre os Ministros das Finanças e os governadores dos BCNs dos Estados-membros, sem que tal pusesse em causa a sua independência.

É natural que o BCE deseje nos primeiros anos dar sinais ao mercado da sua vontade em cumprir com o objectivo estabelecido no Tratado, pelo que o seu comportamento é susceptível de enveredar por políticas mais firmes<sup>282, 283</sup>. Essa sinalização pode ser facilitada pela maior transparência desejada para a política monetária da UEM, como forma de facilitar a responsabilização do BCE.

Assim, por forma a promover a transparência acerca dos objectivos da política monetária e da actuação do BCE, o próprio Instituto Monetário Europeu (IME), em relatórios preparatórios da UEM, identificou diversos elementos cruciais: uma definição quantificada do objectivo final da estabilidade de preços e dos objectivos específicos em relação aos quais será avaliado o desempenho do SEBC em termos de cumprimento desse objectivo; uma política de comunicação para o SEBC em termos do cumprimento desse objectivo e para explicar a sua estratégia ao público em geral; a disponibilização de um vasto conjunto de indicadores e instrumentos que permitam prever a inflação e outras variáveis económicas relativas à área do Euro. Fischer (1997) afirmou que o BCE tem que

---

<sup>280</sup> Cf. art. 11.º dos Estatutos.

<sup>281</sup> Cf. art. 109.º - B1 do Tratado. No n.º B2 do mesmo artigo, prevê-se que o presidente do BCE seja convidado a participar nas reuniões do Conselho sempre que nestas sejam tratadas questões relativas aos objectivos e atribuições do SEBC.

<sup>282</sup> Vickers (1986) defende que um BC será incentivado, durante algum tempo, a implementar uma política monetária firme, de maneira de sinalizar a sua vontade e determinação na prossecução dos objectivos estabelecidos.

<sup>283</sup> Veja-se Begg *et al.* (1997), que estudaram as consequências de um comportamento firme do BCE no período inicial da sua actividade, em três cenários possíveis: recessão, recuperação económica e flutuações da procura de moeda.

indicar quais os seus objectivos em matéria de inflação se quiser ganhar credibilidade (o que aliás já fez); o anúncio tem que dar a entender aos agentes económicos que o BCE está de facto comprometido com a estabilidade de preços.

O Tratado, no seu art. 109.º - B3, estabelece a obrigação de publicação pelo BCE de um relatório anual sobre as actividades e política monetária implementada a nível da União e que deverá ser apresentado ao Conselho Europeu e ao Parlamento Europeu, podendo gerar debate (o presidente e outros membros da Comissão Executiva podem ser ouvidos pelas competentes comissões do Parlamento Europeu, a pedido destas ou por iniciativa própria). Também serão publicados, pelo menos trimestralmente, relatórios sobre as actividades do SEBC e todas as semanas será publicada uma informação sobre a situação financeira consolidada do SEBC. Finalmente, o art. 27.º dos Estatutos prevê a auditoria às actividades do BCE, ainda que os auditores (externos) sejam nomeados sob recomendação do Conselho de governadores do BCE.

Apesar desta abertura, deve notar-se que, de acordo com o art. 10.º n.º 4 dos Estatutos, “o teor dos debates é confidencial. O Conselho [de governadores] do BCE pode decidir tornar público o resultado das suas deliberações.” Apesar do sigilo parecer negativo, é importante que assim seja, pelo menos no início da actividade do BCE, posto que este tem que construir uma certa reputação e credibilidade, além de não se dever facilitar a criação de fontes de cisões e conflitos entre os Estados-membros.

Apesar do aparentemente elevado grau de abertura previsto para o BCE, quando comparado com o previsto nas leis de outros BCs, conclui-se que afinal, o grau de responsabilização do BCE é relativamente reduzido. Assim, utilizando-se o índice de responsabilização de BCs de De Haan, *et al.* (1998)<sup>284</sup>, em 13 pontos possíveis, enquanto o Reino Unido possui uma classificação de 11 pontos, a Nova Zelândia 10 pontos, a Austrália e a Coreia, de 9 pontos, o BCE apenas soma 5 pontos<sup>285</sup>. Este resultado baixo poderá ser melhorado por via de uma maior transparência, sem contudo se reduzir em demasia o grau de independência.

---

<sup>284</sup> Para mais pormenores acerca da construção deste índice veja-se neste trabalho o capítulo relativo à responsabilização de BCs.

<sup>285</sup> Cf. Quadros A.3 e A.4, em apêndice ao trabalho.

### VIII.5. Em síntese

O projecto de construção europeia veio a desembocar na criação da UEM, exigindo o estabelecimento de um BC comum a toda a área da união. Este avanço para uma união monetária não encontra as suas bases em razões puramente económicas; em vez disso, são fundamentalmente razões de ordem política que têm incentivado a construção europeia. No entanto, a economia tem que encontrar soluções para os problemas que vão surgindo.

A ausência de suporte político de um regime de câmbios irrevogavelmente fixos, caracterizado por elevada assimetria (pelo domínio da Alemanha), assim como a concretização do Acto Único Europeu em 1987, entre outras coisas, criaram o ambiente para a criação de uma moeda única. Isso conduziu à necessidade de se estabelecer o BCE, BC comum a toda a área da UEM, responsável pelas decisões da política monetária única. A sua inexistência seria propícia a um cenário de elevada inflação, uma vez que os BCNs não se coibiriam de aumentar excessivamente a sua oferta de moeda, dado que não internalizavam os efeitos perversos que daí decorreriam para os outros Estados-membros.

Sem história e credibilidade consistente, o BCE inicia a sua actividade, confiando na imagem de reputação e credibilidade que a autonomia, prevista nos seus Estatutos, lhe confere. Ainda que se trate de independência apenas prevista legalmente e não seja o suficiente para alcançar uma credibilidade consistente, é necessária para encetar a construção de uma reputação elevada. A insuficiência de meios de construção de credibilidade poderá ser diminuída promovendo-se a transparência da política monetária única. Neste âmbito, prevê-se por exemplo, a publicação de relatórios, audiências ao Parlamento Europeu e conferências de imprensa com os resultados das reuniões do Conselho de governadores do BCE. Ainda assim, não será o suficiente para obter melhor pontuação ao nível do índice de responsabilização (de De Haan *et al.*, 1998) calculado neste trabalho para o BCE e comparado com os resultados de outros BCs.

Embora as razões da defesa da independência para o BCE se possam procurar no âmbito da teoria económica, nomeadamente como sendo uma forma de colocar a política monetária única numa posição de domínio sobre a política orçamental, também se argumenta que a cedência da supremacia monetária do *Bundesbank* exigiu a criação de um BCE que tivesse um nível de reputação semelhante àquele.

A independência legal atribuída, apesar de alguns pontos de fraqueza referidos neste capítulo, está em consonância com a sugestão de Jensen (1997), uma vez que a sua alteração apresenta custos elevados (como se viu, uma alteração dos Estatutos do SEBC e do BCE exige a alteração do Tratado da União Europeia, o que implicaria a ratificação por todos os Estados-membros). No entanto, há quem argumente que na falta de coordenação das políticas orçamentais, provável no cenário actual, um elevado nível de independência seja contraproducente (Pina, 1998). Talvez isso possa ser ultrapassado, desenvolvendo-se esforços no sentido da coordenação, o que não está longe dos objectivos actuais, ou não fosse verdade a assinatura do Pacto de Estabilidade e Crescimento que, para além de outras coisas, pretende conduzir a uma maior coordenação orçamental.

## IX. CONCLUSÃO

A atribuição de independência aos BCs tem vindo a revelar-se como norma em muitos países. Esse movimento pode ser explicado pela aceitação ao nível académico, político e dos BCs, da ideia de que libertar a decisão monetária das mãos dos políticos, em particular dos Governos, permite alcançar a estabilidade dos preços, com um custo, asseguram alguns, mínimo ou até mesmo nulo. O próprio BCE foi dotado de um elevado grau de independência na convicção de que isso era condição essencial para alcançar a estabilidade dos preços (Issing, 1998b), para além de outras razões.

Mais recentemente, a discussão académica tem-se transferido mais para o lado da responsabilização democrática dos BCs. Esta questão surge em resultado dos receios de que ao ser atribuída independência a um agente, esse agente possa prosseguir objectivos que não sejam do interesse do principal que o nomeou; o BC pode constituir-se como um corpo burocrático que apenas deseje prosseguir a estabilidade dos preços, sem preocupação com outros objectivos como seja o emprego.

A aceitação da independência dos BCs de que se fala acima assenta as suas bases em razões teóricas e empíricas. Um número considerável de estudos empíricos revelaram que a independência teria efeitos particularmente positivos sobre certas variáveis económicas, por exemplo, sobre a inflação e o produto. Em particular, em grande parte desses estudos, os seus autores defenderam que maior independência conduzia a menor inflação média; alguns outros autores, não encontrando qualquer relação significativa entre a independência e o produto, concluíram que a independência era um 'almoço grátis'. Neste trabalho de dissertação construiu-se um quadro (Quadro A.1), onde se apresenta uma síntese de todos os testes empíricos feitos ao assunto em questão (pelo menos todos os testes de que se tem conhecimento).

A independência dos BCs encontra a sua fundamentação também em três razões teóricas. De acordo com a teoria da *public choice*, a autoridade orçamental exerce fortes pressões sobre a autoridade monetária para que as preferências da primeira prevaleçam. A atribuição de independência ao BC isolava a política monetária das influências de curto prazo das autoridades orçamentais. Este argumento está relacionado com a teoria dos ciclos políticos de Nordhaus (1975), segundo a qual os políticos estimulam a economia

antes das eleições, de forma a maximizarem a probabilidade de reeleição; e com o trabalho de Hibbs (1977), onde o comportamento dos políticos e a sua influência sobre a política económica eram explicados por motivações de ordem partidária.

O segundo argumento teórico reside nos contributos de Sargent e Wallace (1981). Neste âmbito, a independência do BC é a forma de se quebrar um eventual domínio da política orçamental sobre a política monetária, evitando que esta última seja endógena.

O terceiro argumento, mais desenvolvido na literatura académica e, por isso, também mais desenvolvido neste trabalho de dissertação, tem origem nos trabalhos de Kydland e Prescott (1977) e de Barro e Gordon (1983a, b) e assenta basicamente na coexistência de dois factos: a hipótese da inflação não ter efeitos reais permanentes e a possibilidade do decisor de política ser incentivado a explorar as expectativas do público, provocando surpresas de inflação, na medida em que o nível de emprego desejado é superior à sua taxa natural. Dado o problema de inconsistência temporal da política monetária, da actuação do Governo resultava um enviesamento inflacionista – aumento da inflação, mantendo-se inalterado o emprego.

São várias as soluções para este problema. A primeira seria a eliminação dos factores que criam uma distância entre o produto de equilíbrio da economia e o nível desejado pelo decisor. Dadas as dificuldades inerentes a essa solução, Barro e Gordon (1983b) apresentaram uma outra: a introdução de regras fixas na política monetária. E, tendo em conta que o decisor estava envolvido numa relação de longo prazo com o público, talvez fosse possível implementar a política monetária de acordo com a regra fixada, mantendo-se um certo equilíbrio de reputação, sustentado pela estratégia de ‘gatilho’ na formação das expectativas do público. Esta estratégia exigia, contudo, um elevado grau de coordenação entre os indivíduos, como se viu.

No texto, deu-se alguma ênfase aos vários modelos de reputação (na política monetária) num cenário de informação assimétrica. A literatura, admitindo duas fontes de assimetria, foi apresentando soluções parcelares assentes num processo de construção de reputação que conduzia o decisor a manter-se fiel à regra durante algum tempo. Um dos tipos de imperfeição existiria quando o BC possuísse informação privada acerca de alguma variável económica. Assim, enquanto Canzoneri (1985) tratou o caso em que a informação privada do BC consistia na previsão que era capaz de fazer acerca de um choque aleatório

na procura de moeda, Cukierman (1992) tratou a situação em que o BC tinha vantagem sobre o público porque possuía uma previsão sobre a taxa natural de desemprego. O segundo tipo de assimetria residia na incerteza acerca do tipo de banqueiro central. Nesse âmbito, gerava-se um mecanismo de aprendizagem, de tal maneira que a forma como era conduzida a política monetária pelo BC ia revelando o seu tipo. Backus e Driffill (1985a, b) estudaram o caso em que o público desconhecia as preferências verdadeiras do banqueiro central; Barro (1986) e Cukierman e Liviatan (1991) trataram o caso em que o público desconhecia a capacidade do BC em assumir compromissos; finalmente, o caso do desconhecimento dos objectivos do BC foi estudado por Cukierman e Meltzer (1986).

Recorde-se que o problema essencial das regras era a falta de credibilidade, que se mantinha na ausência de uma tecnologia de compromisso ou de uma autoridade superior que forçasse o compromisso e não permitisse a renegação da regra assumida. A solução proposta por Rogoff (1985) respondia a esta dificuldade: a delegação da política monetária a um agente independente e ‘conservador’ permitia eliminar o enviesamento inflacionista. O grau de ‘conservadorismo’ do governador do BC estaria relacionado com a aversão relativa à inflação, superior à demonstrada pela sociedade. Esta solução constitui a abordagem legislativa de estabelecimento por lei de um BC muito independente com um mandato para a manutenção da estabilidade dos preços, nas palavras de Persson e Tabellini (1993).

Estava aqui realmente a ideia de um BC dotado de um grau de independência definido pelo grau de ‘conservadorismo’ do agente nomeado para governador. No entanto, a solução de Rogoff (*op. cit.*) introduzia uma dificuldade: a eliminação do enviesamento inflacionista em decorrência do aumento de credibilidade tinha como contrapartida a incapacidade do BC responder adequadamente aos choques da oferta, i.e., a solução de Rogoff (*op. cit.*) incorporava um conflito entre credibilidade e flexibilidade, significando que a atribuição de independência ao BC teria, como revés, perdas ao nível do produto. Por isso, Lohmann (1992) sugeriu uma independência parcial para o BC, prevendo ser possível ao Governo ultrapassar as decisões daquele sempre que ocorressem choques da oferta suficientemente fortes, embora suportando algum custo. A proposta de Lohmann (*op. cit.*) ajudava a reduzir as perdas ao nível do produto, decorrentes da incapacidade do banqueiro central de Rogoff (*op. cit.*) em responder aos choques aleatórios da oferta.

O quadro geral de Rogoff (*op. cit.*) foi alargado por alguns autores, por incorporação de um ambiente de economia aberta e de persistência e rigidez no desemprego e nos salários. Em face disso, os resultados alteram-se.

Além da abordagem legislativa, Persson e Tabellini (1993) fizeram também referência à abordagem da fixação de objectivos e da realização de contratos com o banqueiro central. O ‘contrato óptimo’ de Walsh (1995a) é a aplicação da teoria do agente e do principal ao problema da política monetária. Nesta perspectiva, a sociedade elegia um Governo (principal) que, por sua vez, realizava um contrato com o governador (agente) do BC. Este ficava comprometido com um certo resultado em termos de inflação, sendo o seu comportamento recompensado positivamente se alcançasse o objectivo, ou negativamente, se o não alcançasse. Esta solução, por via da existência de um objectivo fixado ao agente e da previsão de uma sanção, fornecia os meios necessários à responsabilização do decisor pela sua actuação. A penalização (recompensa negativa) poderia ser o despedimento do governador – é o que acontece na Nova Zelândia.

A realização de um contrato com o governador alterava os incentivos com que este se confrontava na condução da política monetária – tenha-se em conta que o problema que estava na base da inconsistência temporal e do subsequente enviesamento inflacionista era o facto de serem errados os incentivos com que o banqueiro central se confrontava. Além disso, o contrato óptimo permitia eliminar o enviesamento inflacionista sem perdas ao nível da política de estabilização. Desapareceria, portanto, o *trade-off* de Rogoff (*op. cit.*), o que estaria em conformidade com os resultados empíricos de Grilli, *et al.* (1991) e de Alesina e Summers (1993), que não encontraram nenhuma relação entre as várias medidas de independência por eles usadas e a variabilidade do crescimento do produto (ou outros indicadores macroeconómicos reais), ao mesmo tempo que concluíram por uma relação negativa e significativa entre independência e o nível médio e variabilidade da inflação.

Apesar das vantagens apreciáveis que apresenta, esta solução não escapa a algumas críticas. Assim alguns autores chamam a atenção para a sua não efectividade, dado que a propensão natural do Governo para não cumprir o que prometia poderia revelar-se no próprio incumprimento da sua parte no contrato.

Svensson (1997d), por sua vez, demonstrou que quando o banqueiro central fosse diferente da sociedade (e do Governo) não em termos da preferência relativa pela

estabilização da inflação, mas em termos do nível desejado de inflação, a delegação da política monetária a um banqueiro central com o nível desejado de inflação permitia alcançar os mesmos resultados do contrato óptimo de Walsh (*op. cit.*). Isto implicava que fosse possível atingir o nível de bem estar socialmente óptimo através da delegação da autoridade sobre a política monetária a um banqueiro central com o nível desejado de inflação, em vez de um contrato de incentivos. Todavia, seria particularmente difícil descobrir o banqueiro central dotado das preferências exactamente adequadas. Sobre esta dificuldade, Svensson (*op. cit.*) sugeriu que ao BC fosse atribuída apenas independência de instrumentos, sendo-lhe fixado pelo Governo um objectivo de taxa de inflação. Aqui também se poderá discutir a vontade do Governo em fixar a taxa de inflação mais adequada, na medida em que isso também vai representar uma restrição ao seu comportamento.

Estas várias soluções que a literatura académica foi apresentando para o problema da inconsistência dinâmica e enviesamento inflacionista, tocam na necessidade do BC, em maior ou menor extensão, ser independente do poder político. Nos modelos que se basearam em Rogoff (*op. cit.*), o grau de independência do BC estava relacionado com o grau de 'conservadorismo' do banqueiro central, muito embora independência e 'conservadorismo' sejam coisas diferentes. Em Lohmann (*op. cit.*), o grau de independência estava associado ao custo político de ultrapassagem das decisões do BC pelo poder executivo. E na abordagem de contratos, o grau de independência estaria reflectido na penalização prevista pelo insucesso no alcance do objectivo fixado pelo principal.

As determinantes do grau de independência foram tratadas no capítulo V. Dividindo-se essas determinantes em dois grupos, explicou-se a importância de cada uma delas. Em relação às que resultavam dos modelos de política monetária, apoiou-se o desenvolvimento analítico (apresentado com base em alguns trabalhos de Eijffinger, Hoerberichts e Schaling) com uma análise de estática comparativa tirando-se conclusões mais seguras em termos do sentido (ou direcção) da influência de algumas das determinantes sobre o grau de independência atribuído ao BC. No final do capítulo em revisão, apresentou-se um quadro com todas as determinantes e direcção dos seus efeitos.

Embora a defesa da independência de BCs tenha recebido a acolhimento de muitos autores, quer pelos resultados empíricos favoráveis, quer pelos resultados teóricos, podem-se-lhe levantar algumas reservas.

Realmente, as conclusões de alguns dos testes empíricos não estão isentas de problemas, por duas grandes razões. Em primeiro lugar, não se poderá falar de relações de causalidade de forma inequívoca; no máximo, será razoável falar-se em correlações particularmente favoráveis entre o grau de independência e algumas variáveis económicas: para além de se poder falar de um ciclo vicioso de inflação que dificultava o conhecimento do sentido da causalidade, há sempre a possibilidade de se estar a excluir uma variável importante, como seja, por exemplo, a oposição da sociedade à inflação.

Em segundo lugar, aquelas conclusões podem ter menos significado quando se tem em conta os problemas inerentes à quantificação do grau de independência de cada BC. Isso implica pensar nas dificuldades inerentes à forma como são construídas as medidas de autonomia dos BCs. Os primeiros trabalhos apresentaram todos eles medidas novas de independência, diferentes umas das outras nos aspectos considerados e na ponderação atribuída a cada um desses aspectos. Em comum, essas medidas concentravam a atenção nos quadros legais dos BCs. Todavia, o carácter incompleto dos estatutos, a tradição e a personalidade dos governadores, também influenciam o grau efectivo de independência. Daí a subsequente construção de índices que atendiam já a aspectos mais operacionais (taxa de rotação efectiva e vulnerabilidade política dos governadores e resultados de inquéritos).

As críticas que surgiram no âmbito da quantificação orientaram-se sobretudo ao problema da escolha de uma medida, à forma altamente subjectiva como foram construídos os índices de independência e à falta de sensibilidade quando em países com níveis de desenvolvimento distintos se aplicava a mesma metodologia (medida) na avaliação do grau de autonomia dos BCs. Recorde-se que Cukierman (1992) mostrou que as medidas legais funcionavam melhor nos países desenvolvidos do que nos países em desenvolvimento.

Mais recentemente, a questão empírica da independência dos BCs tem sido tratada usando-se outras formas de avaliação do grau efectivo de independência (foram os casos de Eijffinger, van Rooij e Schaling (1994) e Neumann (1996)).

Apesar destas críticas, mas com base nas sugestões do IME, neste trabalho construiu-se uma medida de independência legal, com base na qual se classificou 28 BCs, à luz da legislação actual que rege a actuação de cada um deles.

Para lá das reservas que se levantam aos resultados empíricos, são conhecidas outras desvantagens da independência dos BCs. Neste trabalho, foram referidas um conjunto de reservas direccionadas aos modelos teóricos. Alguns autores vêm na ausência de responsabilização do BC a consequência mais negativa da independência, uma vez que isso é sinal da ausência de um meio de controlo democrático sobre a actuação da autoridade monetária. Num capítulo dedicado exclusivamente a este assunto, sugeriram-se alguns meios de aumentar a responsabilização, sublinhando-se a importância que aí tem a transparência, para além da fixação explícita dos objectivos de política monetária. Ainda nesse capítulo, demonstra-se empiricamente existir um certo conflito entre independência legal e responsabilização, uma vez que se obteve uma correlação negativa e significativa entre as duas variáveis, invalidando a perspectiva de evolução conjunta das mesmas: há autores que defendem que maior independência tende a ser compensada por maior responsabilização, o que os resultados obtidos contradizem.

O último capítulo ficou reservado ao tratamento do caso do BCE.

Uma união monetária com um grande número de decisores monetários e de decisores orçamentais não cooperantes seria caracterizada por um enviesamento inflacionista e um excesso de despesa pública. O estabelecimento de um BCE é visto como uma maneira de evitar a situação descrita, além de não parecer sustentável a médio e longo prazo uma união monetária onde um dos BCNs se assumisse como líder.

Ainda que se possa argumentar que o elevado grau de independência atribuído ao BCE seja a resposta à exigência dos países de baixa inflação (Alemanha) de um BC comum que seja tão (ou quase) independente como o seu BC doméstico (*Bundesbank*), a literatura da *public choice* sugere uma argumentação mais científica: a criação de uma união monetária reduz a concorrência entre políticas monetárias nacionais autónomas, o que conduz a maior inflação média. Para a qualidade da política monetária melhorar é preciso que seja sustentável o compromisso com políticas de baixa inflação, o que exige que o BCE seja independente de pressões políticas. Todavia, a defesa de 'conservadorismo' para o BCE pode não ser tão benéfica quanto se possa pensar. No caso de uma união monetária, onde

não exista cooperação e coordenação entre as várias autoridades orçamentais, o BCE óptimo será 'anti-conservador'. Assim, urge criar-se mecanismos de coordenação das políticas orçamentais. A assinatura do Pacto de Estabilidade e Crescimento constitui já um primeiro passo, esperando-se que apenas seja o início e não o fim dessa coordenação.

Uma análise cuidada aos Estatutos do SEBC e do BCE revela efectivamente um grau de independência bastante elevado e um nível de responsabilização abaixo do valor médio na amostra tratada neste trabalho de dissertação.

Na medida em que os Estados-membros, concordando com o Tratado e os Estatutos do SEBC e do BCE, aprovaram o elevado grau de independência, não parece poder falar-se tanto em défice democrático na nascença do BCE. Assim, essa preocupação passa a existir mais em termos da forma como a autoridade monetária central da UEM vai conduzir a sua política. De forma a eliminar esses receios sugerem-se esforços ao nível da transparência da actuação do BCE que, como se viu no presente trabalho de dissertação, se constitui como um dos meios mais fortes de estabelecer responsabilização.

Apesar das dificuldades ao nível dos trabalhos empíricos sobre a independência dos BCs sugerirem alguma prudência acerca dos seus efeitos benéficos, o movimento recente de muitos países em direcção à atribuição de autonomia aos seus BCs, suportado por resultados relativamente favoráveis dos modelos teóricos, fazem acreditar na vantagem líquida da atribuição de independência aos BCs. No entanto, será sempre necessário não esquecer que existe um certo conflito entre independência e responsabilização, devendo-se procurar o melhor equilíbrio entre as duas na atribuição de independência a um BC. E o resultado final reflectirá os interesses da sociedade, pois, como refere Eijffinger (1997, p. 27), “... *every society gets the central bank it deserves*”.

## APÊNDICES

- \* Apêndice 1: 'Metodologia sugerida para a construção de um índice de independência legal'
  
- \* Apêndice 2:
  - \* Quadro A-1: Resumo de alguns estudos realizados sobre eventuais relações entre independência dos Bancos Centrais e algumas variáveis.
  
  - \* Quadro A-2: Matriz de quantificação de graus de independência e responsabilização de Bancos Centrais, segundo vários índices.
  
  - \* Quadro A-3: Matriz de cálculo dos graus de independência e de responsabilização de Bancos Centrais (à data de 1998).
  
  - \* Quadro A-4: Matriz de síntese sobre os graus de independência e responsabilização de Bancos Centrais.

## APÊNDICE I

**Metodologia sugerida para a construção de um índice de independência legal**

Com base em medidas propostas por alguns autores, mas mais fundamentalmente os aspectos de independência sublinhados pelo Instituto Monetário Europeu (IME), no seu relatório de convergência de Novembro de 1996, apresenta-se neste trabalho, uma medida de independência legal.

Na construção desta medida, fala-se em três aspectos (ou tipos) de independência: pessoal, política e económica e financeira. Apresenta-se de seguida a forma de proceder na análise do quadro legal de cada BC, na avaliação do seu grau de independência.

	Questão colocada	pontos
INDEPENDÊNCIA PESSOAL	<b>1. Nomeação dos elementos constituintes do(s) órgão(s) de decisão do BC</b>	
	a)-Todos os membros são eleitos independentemente do Governo	1.00
	b)-Mais de metade dos membros são eleitos independentemente do Governo	0.66
	c)-Menos de metade dos membros são eleitos independentemente do Governo	0.33
	d)-Todos os membros são eleitos pelo Governo	0.00
	<b>2. Duração do mandato de mais de metade dos membros nomeados</b>	
	a)-Igual ou superior a oito anos	1.00
	b)-Entre seis e oito anos	0.75
	c)-Cinco anos	0.50
	d)-Quatro anos	0.25
	e)-Menos de quatro anos	0.00
	<b>3. Participação de membros do Governo ou de outros órgãos com responsabilidade orçamental nas reuniões do BC</b>	
	a)-Nenhuma representação do Governo no BC	1.00
b)-Representação, mas sem direito a voto	0.50	
c)-Representação e com direito a voto	0.00	
INDEPENDÊNCIA POLÍTICA	<b>4. Autoridade final sobre a política</b>	
	a) O BC tem responsabilidade final	1.00
	b) O BC não tem responsabilidade final	0.00
	<b>5. Estabilidade dos preços</b>	
	a) É o único objectivo	1.00
	b) Um de dois objectivos, mas com preferência pela estabilidade dos preços	0.66
	c) Um de vários objectivos	0.33
	d) Não estabelecido como objectivo na lei	0.00
	<b>6. Supervisão bancária</b>	
	a) Não considerada nos objectivos	1.00
	b) Um de vários objectivos (entre os quais a estabilidade dos preços ou outros)	0.50
	c) Tem supremacia sobre os outros objectivos	0.00
	<b>7. Instrumentos de política monetária</b>	
a) autonomia na escolha dos instrumentos de política monetária	1.00	
b) dependência na escolha dos instrumentos de política monetária	0.00	

INDEPENDÊNCIA ECONÓMICA E FINANCEIRA	<b>8. Concessão de crédito ao Governo</b>	
	a) O BC está proibido de conceder facilidades de crédito directo ao Governo	1.00
	b) Permite-se que o BC conceda facilidades de crédito directo ao Governo	0.00
	<b>9. O BC é financeiramente autónomo?</b>	
	a) O capital do BC não é detido pelo Governo	1.00
	b) Parte do capital do BC é detido pelo Governo	0.66
	c) A maior parte do capital do BC é detido pelo Governo	0.33
d) O capital do BC é todo detido pelo Governo	0.00	

Após a análise da legislação de cada BC, procede-se ao apuramento do grau quantificado de independência para cada um desses BCs, de acordo com a seguinte forma de cálculo:

$$Independência\ legal = [(1)+(2)+(3)] + [(4)+(5)+(6)+(7)] + [(8)+(9)].$$

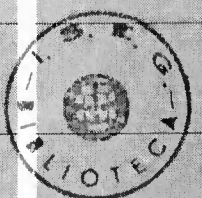
No presente trabalho, no cálculo do grau de independência legal dos 28 BCs excluiu-se o aspecto (9). Isso justifica-se pela ausência de informações suficientes e necessárias de alguns dos BCs que constituem a amostra tratada.

**APÊNDICE 2**

**Quadro A.1: Resumo de alguns estudos realizados sobre eventuais relações entre independência dos Bancos Centrais e algumas variáveis**

RESUMO DE ALGUNS ESTUDOS REALIZADOS SOBRE EVENTUAIS RELAÇÕES ENTRE A INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS E ALGUMAS VARIÁVEIS

Estudo	Medidas de independência do BC	Outras variáveis explicativas	Amostra		Variáveis estudadas					custos de desinflação	benefícios da inflação	crescimento da produtividade	investimento privado	
			Países	Período	Inflação		Produto							
					nível	variabilidade	nível	per capita	por trabalhador					variabilidade
Epstein e Schor (1986 e 1988)	E&S	relações entre o meio financeiro e a indústria; vitórias de partidos de esquerda; corporativismo no mercado de trabalho, entre outras	10 desenv.	1961-1983	X									
Bade e Parkin (1988)	BP		12 desenv.	1972-86	X	X								
Burdekin e Laney (1988)	(pela ausência de referência no artigo, apenas se fica a saber que o autor classificou os BCs como sendo ou não sendo independentes)	taxa de desemprego, taxa de crescimento do produto real; taxa de crescimento dos activos estrangeiros na posse do BC.	12 desenv.	1960-67; 1968-73; 1974-79; 1980-83.										
Alesina (1988, 1989)	AL		16 desenv.	1973-85	X	X								
Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991)	GMT	pertencer ao SME; instabilidade política	18 desenv.	1950-89 e sub-períodos	X						X			
Cukierman (1992)	LVAW, QVAW, TOR	variável de concordância com a lei	70 desenv. e em desenv.	1950-89 e sub-períodos	X									
Cukierman, Webb e Neyapti (1992)	LVAW, QVAW, TOR, e um índice global (CWN) que combina a independência legal com a TOR		72 desenv. e em desenv.	1950-89 e sub-períodos	X	X								



RESUMO DE ALGUNS ESTUDOS REALIZADOS SOBRE EVENTUAIS RELAÇÕES ENTRE A INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS E ALGUMAS VARIÁVEIS

Estudo	Variáveis estudadas							Resultados empíricos	
	Desemprego		taxa de juro		Défice Orçamental	Crédito concedido pelo BC ao sector público	Trade-off entre produto e inflação		crescimento da base monetária
	nível	variabilidade	nível	variabilidade					
Epstein e Schor (1986 e 1988)								mais adequadamente, a taxa de crescimento do crédito	- BCs mais independentes estão associados a menor inflação e a menor crescimento do crédito.
Bade e Parkin (1988)									- A taxa de inflação média é significativamente menor em países que têm BCs mais independentes. Todavia, não parece existir qualquer relação entre independência dos BCs e variabilidade da inflação.
Burdékin e Laney (1988)					X			como proxy da inflação	- Os défices orçamentais são menores nos países dotados de BCs independentes, apesar do coeficiente da <i>dummy</i> de independência ter uma significância fraca. Quanto ao efeito sobre a inflação, a relação é negativa e significativa.
Alesina (1988, 1989)									- Maior independência favorece menor inflação e menor volatilidade partidária.
Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991)					X				- Relação inversa entre independência e inflação, com excepção do período 1950-60. Não é encontrada relação estatisticamente significativa entre independência e o produto. Quanto ao défice, parece existir uma relação negativa, embora não significativa.
Cukierman (1992)							X		- Relação inversa entre independência legal e inflação nos países desenvolvidos. Nos países em desenvolvimento, os resultados indiciam uma relação inversa entre a independência, medida pela taxa de rotação dos governadores e a inflação. - Quando se consideraram todos os países, conclui-se por uma relação positiva e significativa entre a taxa de rotação dos governadores e o crédito concedido pelo BC ao sector público.
Cukierman, Webb e Neyapti (1992)									- A mesma conclusão anterior, mas também relação inversa entre independência e a variabilidade da inflação. Conclui-se por uma relação positiva e significativa entre a taxa de rotação dos governadores e o crédito concedido pelo BC ao sector público. - O índice global de independência contribui significativamente para explicar as diferenças da taxa de inflação entre os países. Estes resultados, afirmam os autores, paracem robustos a possíveis enviesamentos devidos a causalidade invertida.

RESUMO DE ALGUNS ESTUDOS REALIZADOS SOBRE EVENTUAIS RELAÇÕES ENTRE A INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS E ALGUMAS VARIÁVEIS

Estudo	Medidas de independência do BC	Outras variáveis explicativas	Amostra		Variáveis estudadas										
			Países	Período	Inflação		Produto			custos de desinflação	benefícios da inflação	crescimento da produtividade	investimento privado		
					nível	variabilidade	nível	per capita	por trabalhador					variabilidade	
De Haan e Sturm (1992)	AL, ES, GMT(modificado)	frequência de alterações de Governo; fracção de alterações de Governo às quais se seguiram mudanças de governador.	14, 18 e 11 desenv.	1961-87 e sub-períodos: 1961-69; 1970-78; 1979-87	X	X	X			X					
De Long e Summers (1992)	média de AL e GMT		16 desenv.	1955-90				X							
Epstein (1992)	índice de Epstein e Schor (1988)	relações financeiro-industrias; relações capital-trabalho; importação de energia.	8 (14) países desenv.	1970-83		X									
Fratianni e Huang (1992)	FH (média de nove indicadores)		15 desenv.	1960-90	X	X				X					
Alesina e Summers (1993)	média de AL e GMT		16 desenv.	1955-88 e 1973-88	X	X				X					
Cukierman, Kalaitzidakis, Summers e Webb (1993)	LVAW, TOR	nível do produto inicial; alteração nos termos de troca; rácios de vários níveis de educação	50 desenv. e em desenv.	1960-89				X					X		X
De Haan, Knot e Sturm (1993)	GMT		18 desenv.	1979-89							X				
Eijffinger e Schaling (1993b)	AL, BF, ES, GMT		12 desenv.	1972-91 e sub-períodos	X	X						X			
Havrilesky e Granato (1993)	AL	cinco medidas do grau de estruturas corporativas no país; duas medidas da dimensão do sector público; dependência de petróleo importado	18 desenv.	1955-87		X									

RESUMO DE ALGUNS ESTUDOS REALIZADOS SOBRE EVENTUAIS RELAÇÕES ENTRE A INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS E ALGUMAS VARIÁVEIS

Estudo	Variáveis estudadas						Trade-off entre produto e inflação	Resultado empírico
	Desemprego		taxa de juro		Défice Orçamental	Crédito concedido pelo BC ao sector público		
	nível	variabilidade	nível	variabilidade				
De Haan e Sturm (1992)					X	X	- Relação inversa entre independência e inflação (e sua variabilidade), com excepção dos anos 60. Não é obtida nenhuma relação significativa da independência do BC sobre o produto - Quanto ao efeito da independência sobre o défice orçamental e sobre o crédito concedido pelo BC ao sector público, os resultados são dúbios.	
De Long e Summers (1992)							- Relação positiva entre independência e crescimento, para uma amostra de países desenvolvidos, após entrar em conta com o nível inicial de crescimento.	
Epstein (1992)							- Os resultados empíricos sustentam que maior independência do BC estará associada a maior diferença entre o produto potencial da economia e o nível de produto efectivo, independente da amostra ser constituída de 8 ou 14 países.	
Fratianni e Huang (1992)							- Relação inversa entre independência e inflação (e sua variabilidade). Não existe relação significativa entre independência e crescimento económico.	
Alesina e Summers (1993)	X		X	X			- Relação inversa entre independência e nível (e variabilidade) da inflação e a variabilidade das taxas de juro. Contudo, não há sustentação empírica para os efeitos da independência do BC sobre o produto e sobre a taxa de desemprego.	
Cukierman, Kalaitzidakis, Summers e Webb (1993)			X	X			- Quando se mede a independência com a taxa de rotação dos governadores do BC, a relação entre esta e o crescimento económico e sua variabilidade é significativa.	
De Haan, Knot e Sturm (1993)							- Não foi detectada nenhuma relação significativa entre independência do BC e os custos de desinflação.	
Eijffinger e Schaling (1993b)							- Relação inversa entre independência e inflação, com excepção de quando a independência é medida através do índice GMT. Quanto aos efeitos sobre o crescimento económico e sua variabilidade, não se identifica sustentação empírica.	
Havrilesky e Granato (1993)							- Relação inversa entre independência e inflação. É de referir que os autores entram em consideração com dados sobre a estrutura corporativista. Para além da independência do BC, nenhuma das outras variáveis se mostrou significativa.	

Estudo	Medidas de independência do BC	Outras variáveis explicativas	Amostra		Inflação		Produto				custos de desinflação	benefícios da inflação	crescimento da produtividade	investimento privado	
			Países	Período	nível	variabilidade	nível	per capita	por trabalhador	variabilidade					
Poliard (1993)	média de AL e GMT		16 desenv.	1973-89											
Debelles e Fischer (1994)	GMT e suas componentes		18 desenv.	1960-92	X						X				
De Haan e Siermann (1994)	TOR		43 em desenv.	1950-89	X										
Al-Marhubi e Willett (1995)	AL, GMT, LVAW		21 desenv.	1973-89	X										
Anyadike-Danes (1995)	CWN, TOR		44 países	1980-89	X										
Cargill (1995)	LVAW		20 desenv.	sub-períodos de 1962-91	X										
Cukierman e Webb (1995)	LVAW; TOR; vulnerabilidade política do BC; frequência de substituição do governador em períodos não políticos	Grau de instabilidade política; graus de educação	64 desenv. e em desenv.	1950-89	X	X	X								
De Haan (1995)	Componentes de LVAW		21 desenv.	1973-89	X	X									

RESUMO DE ALGUNS ESTUDOS REALIZADOS SOBRE EVENTUAIS RELAÇÕES ENTRE A INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS E ALGUMAS VARIÁVEIS

Estudo	Variáveis estudadas							Resultados empíricos	
	Desemprego		taxa de juro		Défice Orçamental	Crédito concedido pelo BC ao sector público	Trade-off entre produto e inflação		crescimento da base monetária
	nível	variabilidade	nível	variabilidade					
Pollard (1993)					X				- Evidência empírica de relação negativa e significativa entre independência e a variância do défice orçamental.
Debelle e Fischer (1994)									- A decomposição da independência permite concluir que a independência de instrumentos e a exigência legal de estabilidade de preços são importantes na explicação da inflação; as variáveis relativas ao processo de nomeação não o são. - Relação positiva e significativa entre independência e os custos de desinflação.
De Haan e Siermann (1994)									- Sendo considerada a instabilidade política na análise, os resultados sustentam uma relação positiva da independência, quando medida através da taxa de rotação, sobre a inflação.
Al-Marrubi e Willett (1995)									- Os autores consideram no seu trabalho algumas medidas que reflectem a estrutura corporativista, concluindo que existe uma relação inversa entre independência e inflação.
Anyadike-Danes (1995)									- Nos países em desenvolvimento, a relação entre independência do BC e a inflação está bastante dependente do regime de taxas de câmbio adoptado por cada país, funcionando para o seu BC como uma regra. - Em particular, para os países com taxas de câmbio fixas, a ligação entre a independência do BC e os resultados de inflação desses países mostra-se muito mais fraca do que no caso dos países que adoptam um regime de câmbios flexíveis.
Cargill (1995)									- A associação estatística entre independência e inflação não é robusta, pois depende dos países incluídos na amostra e da própria especificação.
Cukierman e Webb (1995)			X					X	- Relação inversa entre independência (quando medida por um índice de vulnerabilidade política) e a inflação (e sua variabilidade). Note-se que os autores consideram a 'instabilidade política' na especificação. - Relação inversa e significativa entre a vulnerabilidade política do BC e o crescimento económico e ainda a taxa de juro.
De Haan (1995)									- Relação inversa entre independência de instrumentos e inflação (e sua variabilidade).

RESUMO DE ALGUNS ESTUDOS REALIZADOS SOBRE EVENTUAIS RELAÇÕES ENTRE A INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS E ALGUMAS VARIÁVEIS

Estudo	Medidas de independência do BC	Outras variáveis explicativas	Amostra		Variáveis estudadas				custos de desinflação	benefícios da inflação	crescimento da produtividade	investimento privado
			Países	Período	Inflação		Produto					
					nível	variabilidade	nível	variabilidade				
Eijffinger e Van Keulen (1995)	AL, BP, ES, GMT	—	11 países	1982-93	X	X						
Fischer (1995a)	GMT e suas componentes	—	18 países desenv.	1960-92	X		X					
Froyen e Waud (1995)	combinação de BP e GMT; LVAU	taxa de inflação média; variância da inflação; variância do crescimento do rendimento nominal; desvio-padrão do crescimento do rendimento nominal	16 (11) desenv.	1956-88; 1973-88								
Schaling (1995)	BP, AL, GMT, ES, LVAU	—	12 desenv.	1972-91; 1972-81; 1982-91	X	X		X				
Walsh (1995d)	GMT, LVAU	—	11 da Comunidade Europeia	1973-91/92					X			
Bleaney (1996)	LVAU	índice de corporativismo; grau de centralização do sistema de negociação salarial; índice do mercado de trabalho agregado	17 desenv.	1973-89	X							
Fischer, Andreas (1996)	média de BP e GMT; QVAW, FH	—	países da OCDE	1973-88		X				X		

RESUMO DE ALGUNS ESTUDOS REALIZADOS SOBRE EVENTUAIS RELAÇÕES ENTRE A INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS E ALGUMAS VARIÁVEIS

Estudo	Variáveis estudadas						Resultados empíricos		
	Desemprego		taxa de juro		Défice Orça-mental	Crédito concedido pelo BC ao sector público			
	nível	variabi-lidade	nível	variabi-lidade					
							Trade-off entre produto e inflação	crescimento da base monetária	
Eijffinger e Van Keulen (1995)									- Relação negativa entre independência (usando os índices GMT e ES) e a inflação, mas para uma amostra constituída apenas dos países cujos BCs têm o seu quadro legal inalterado há mais de cinco anos.
Fischer (1995a)									- Relação negativa e significativa entre independência do BC e inflação e detecção de associação positiva e significativa entre a independência e a variabilidade do produto.
Froyen e Waud (1995)							X		- Maior independência do BC está associada a um trade-off entre inflação e desemprego mais favorável nos países desenvolvidos, não se constando nenhuma relação significativa no que diz respeito ao caso dos países menos desenvolvidos. - As condições pobres em que se efectiva o trade-off entre inflação e produto nos casos de baixa independência, podem ser uma consequência dos esforços desenvolvidos para explorar o mesmo trade-off, resultando maior e mais variável inflação.
Schaling (1995)									- Relação inversa entre o grau de independência do BC e o nível de inflação; com respeito à variabilidade da inflação, é encontrada pequena evidência empírica. - Não se encontra sustentação empírica para uma eventual relação entre independência do BC e nível e variabilidade do crescimento real do produto.
Walsh (1995d)									- Relação positiva e significativa entre independência e os custos de desinflação.
Bleaney (1996)		X							- Tendo tido em consideração medidas de estrutura corporativista, o autor encontra sustentação empírica de uma relação negativa entre independência e inflação. Não encontrou correlação estatisticamente significativa entre independência e desemprego.
Fischer, Andreas (1996)									- Os estudos empíricos realizados pelo autor sustentam uma relação positiva e significativa entre a independência do BC e o rácio de sacrifício e os custos de desinflação, nos países da OCDE. Mas, maior independência não conduz a maiores perdas do produto.

RESUMO DE ALGUNS ESTUDOS REALIZADOS SOBRE EVENTUAIS RELAÇÕES ENTRE A INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS E ALGUMAS VARIÁVEIS

Estudo	Medidas de independência do BC	Outras variáveis explicativas	Amostra		Variáveis estudadas				custos de desinflação	benefícios da inflação	crescimento da produtividade	investimento privado
			Países	Período	Inflação		Produto					
					nível	variabilidade	nível per capita	por trabalhador				
Eijffinger, Van Rooij e Schaling (1996)	AL, BP, EMP	taxa de inflação; taxa de crescimento real do produto	10 desenv.	1977-90	X	X	X	X				
Jenkins (1996)	BP, média de GMT e AL, TOR	Grau de responsabilidades de supervisão do BC; Integração do país no SME; Grau de corporativismo no mercado de trabalho	21 (16) países	1973-79; 1980-88	X							
Prast (1996a)	índice construído pelo autor, que exclui os factores que possam influenciar a política monetária.	orientação política do Governo	16	1981-90	X							
De Haan e Kooi (1997)	decomposição dos índices de CWN e GMT	—	21	1972-79; 1980-89	X	X	X	X				X
Eijffinger, Hoerberichts e Schaling (1997)	AL, GMT, ES, LVAU	grau de abertura ao exterior; produto per capita inicial; peso do investimento sobre o produto	20 desenv.	1972-92; 1972-82; 1983-92	X	X	X	X				
Fuhrer (1997)	média de AL e GMT, LVAU	—	70	1950-89	X	X	X	X				

RESUMO DE ALGUNS ESTUDOS REALIZADOS SOBRE EVENTUAIS RELAÇÕES ENTRE A INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS E ALGUMAS VARIÁVEIS

Estudo	Variáveis estudadas							Resultados empíricos	
	Desemprego		taxa de juro		Défice Orçamental	Crédito concedido pelo BC ao sector público	Trade-off entre produto e inflação		crescimento da base monetária
	nível	variabilidade	nível	variabilidade					
Eijffinger, Van Rooij e Schaling (1996)			X	X					<ul style="list-style-type: none"> <li>- Relação inversa entre independência e inflação, com excepção de quando a independência é medida através do índice GMT. Não existe relação significativa entre independência e crescimento económico. Confirma-se o 'free-lunch' de GMT (1991).</li> <li>- Evidência empírica de relação negativa e significativa entre qualquer índice usado de independência (AL, BP, EMP e ES) e a taxa de juro.</li> </ul>
Jenkins (1996)									<ul style="list-style-type: none"> <li>- Os resultados dos testes empíricos efectuados permitem sustentar que as diferenças de inflação entre os países não são explicadas apenas à custa dos níveis diferentes de independência dos seus BCs.</li> <li>- É preciso ter em conta outras variáveis, como sejam o grau de corporativismo do mercado de trabalho, o regime de câmbios e ainda a responsabilidade de supervisão do BC sobre o sector bancário.</li> </ul>
Prast (1996a)									<ul style="list-style-type: none"> <li>- O autor não encontra nenhum efeito significativo da independência do BC sobre a inflação, quando aquela é medida por um índice que contém os elementos essenciais da independência e exclui outros aspectos que possam afectar a política monetária.</li> <li>- No entanto, mostram-se como significativos os efeitos negativos de combinações de dois ou três aspectos que reflectem independência sobre a inflação. Dada a natureza desses aspectos, o autor dá ênfase a 'compromisso' do BC, em vez de independência.</li> </ul>
De Haan e Kooi (1997)		X							<ul style="list-style-type: none"> <li>- O aumento da autonomia do BC não melhora o crescimento económico e o emprego. Após decompor dois índices de independência em 'conservadorismo' e em vários tipos de independência: pessoal, financeira e de instrumentos, pode-se concluir:</li> <li>- A independência de instrumentos tem impacto sobre a inflação; o conservadorismo e os outros tipos de independência têm um pequeno ou quase nenhum efeito sobre a inflação e sua variabilidade.</li> </ul>
Eijffinger, Hoerberichts e Schaling (1997)									<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mesmo considerando-se o grau de abertura ao exterior como variável explicativa da inflação, os autores constatam uma relação inversa entre a independência do BC e o nível (e variabilidade) da inflação.</li> <li>- Não é encontrada sustentação empírica para uma relação inversa entre independência do BC e nível e variabilidade do crescimento do produto real, mesmo após se considerar outros factores que influenciam o crescimento económico como variáveis explicativas.</li> </ul>
Führer (1997)									<ul style="list-style-type: none"> <li>- A evidência empírica não sustenta a robustez das correlações entre os índices de independência do BC e a inflação (e sua variabilidade).</li> <li>- O que se mostra significativa é a correlação negativa entre independência e o crescimento real. E, quando num mesmo país se aumenta o nível de independência, assiste-se a um aumento do desemprego.</li> </ul>

RESUMO DE ALGUNS ESTUDOS REALIZADOS SOBRE EVENTUAIS RELAÇÕES ENTRE A INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS E ALGUMAS VARIÁVEIS

Estudo	Medidas de independência do BC	Outras variáveis explicativas	Amostra		Inflação		Variáveis estudadas				custos de desinflação	benefícios da inflação	crescimento da produtividade	investimento privado		
			Países	Período	nível	variabilidade	Produto									
							nível	per capita	por trabalhador	variabilidade						
Jordan (1997)	ES, LVAW, GMT	dimensão e velocidade da desinflação; inflação inicial; rigidez do salário nominal;	19 desenv.	1960-92							X					
Loungani e Sheets (1997)	Construção de três componentes de independência, a partir de Debelie e Fischer (1994) e GMT.	performance fiscal; qualidade global das reformas económicas; duração do mandato do governador do BC	12 países de leste e da antiga União Soviética	1993		X										
Meilin (1997)	independência legal (LVAW)	várias medidas de instabilidade política	20 países da OCDE	1966-89												
Schiemann (1997)	medida qualitativa de independência, com base em BP, AL, GMT e média de GMT e AL.	—	13	1950-93		X							X			
Wyatt (1997)	GMT	—	18 países desenv.	1950-99 e sub-períodos		X										
Berument (1998)	BP, MBP, GMT, CWN (LVAW, QVAW, TOR)	—	18 desenv.	1973-85, 1973-85; 1950-89; 1980-99												como proxy das receitas de senhoriação

RESUMO DE ALGUNS ESTUDOS REALIZADOS SOBRE EVENTUAIS RELAÇÕES ENTRE A INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS E ALGUMAS VARIÁVEIS

Estudo	Variáveis estudadas						Resultados empíricos		
	Desemprego		taxa de juro		Défice Orçamental	Crédito concedido pelo BC ao sector público		Trade-off entre produto e inflação	crescimento da base monetária
	nível	variabilidade	nível	variabilidade					
Jordan (1997)									<ul style="list-style-type: none"> <li>- Durante períodos de desinflação, tanto o rácio de sacrifício como a perda de produto total por trabalhador são tanto maiores, quanto mais independente é o BC. Em períodos de crescente inflação, a independência do BC não tem efeitos significativos.</li> <li>- O autor argumenta que a independência do BC atinge a rácio de sacrifício por via do seu efeito sobre a inflação. A desinflação é menos custosa quando é elevada a taxa de inflação.</li> </ul>
Loungani e Sheets (1997)									<ul style="list-style-type: none"> <li>- Para o conjunto dos 12 países, existe uma correlação negativa entre a independência legal e a inflação, apenas quando se consideram variáveis explicativas adicionais (efeitos da política fiscal e grau de reforma económica).</li> </ul>
Meilin (1997)				X					<ul style="list-style-type: none"> <li>- Relação negativa e significativa entre independência legal do BC e volatilidade das taxas de juro. Os resultados sustentam que, por causa da menor independência do BC, a volatilidade da yield aumenta mais nos países com maior instabilidade política.</li> </ul>
Schiemann (1997)	X		X					X	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Os testes empíricos trabalhados permitem sustentar que a estabilidade monetária pode ser melhor alcançada com um BC independente. Para além de outros resultados, o autor também conclui que:</li> <li>- Após períodos de choques da oferta, os países com os BCs mais autónomos conseguiram melhor combinação entre os objectivos de pleno emprego e de estabilidade dos preços do que os países com BCs mais dependentes.</li> </ul>
Wyatt (1997)									<ul style="list-style-type: none"> <li>- Procedendo de uma forma diferente, através do uso de regressões isotónicas, o autor confirma que maior independência do BC estará associado a menor inflação.</li> </ul>
Berument (1998)									<ul style="list-style-type: none"> <li>- Quando se usa o crescimento da base monetária, apenas o índice de independência económica de GMT se mostra com um coeficiente negativo e significativo; os outros são não significativos. (após corrigir o problema do enviesamento de equações simultâneas)</li> <li>- Após correção do enviesamento de equações simultâneas e quando a proxy é a taxa de inflação, os coeficientes da independência são negativos e significativos</li> <li>- A evidência empírica, em suma, sustenta uma relação negativa entre independência do BC e receitas de senhoriação, principalmente quando se usa a GMT económica como proxy de independência e se usa a inflação como proxy de receitas de senhoriação e se usa uma amostra de 18 países, para 1972-89</li> </ul>

Estudo	Medidas de independência do BC	Outras variáveis explicativas	Amostra		Variáveis estudadas											
			Países	Período	Inflação		Produto			custos de desinflação	benefícios da inflação	crescimento da produtividade	investimento privado			
					nível	variabilidade	nível	per capita	por trabalhador					variabilidade		
Fry (1998)	LVAU, rotação dos governadores e questionário (feito pelo Bank of England)	—	70 em desenv.	1972-95												
Jordan (1998)	GMT, CWN (LVAW)	—	17 desenv.	décadas de 1970 e 1980					X							
Posen (1998)	BP, GMT, média de Alesina-Summers e CWN (LVAW)	—	17 OCDE	1950-1989							X				velocidade de desinflação	
Sikken e De Haan (1998)	rotação dos governadores; vulnerabilidade política; LVAU; e limite ao crédito pelo BC (uma proxy sugerida pelo autor)	—	15 em desenv.	1950-94; 1973-94												

## Legenda:

E&amp;S: Índice de Epstein e Schor (1986)

BP: Índice de Bade e Parkin (1988)

GMT: Índice de Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991)

ES: Índice de Eijffinger e Schaling (1992, 1993)

EMP: Índice empírico de independência do Banco Central

TOR: Taxa de rotação dos governadores do Banco Central

LVAW: Índice de independência legal ponderado

LVAU: Índice de independência legal não ponderado

QVAW: Índice de independência, ponderado, baseado em questionário

QVAU: Índice de independência, não ponderado, baseado em questionário

MBP: Índice de BP, modificado por Burdekin e Willett (1991)

FH: Fratianni e Huang (1994): resulta da média de nove indicadores gerais de independência do Banco Central

"var. de concordância com a lei": é igual à fracção entre a duração média de um mandato e a duração legal do mandato

RESUMO DE ALGUNS ESTUDOS REALIZADOS SOBRE EVENTUAIS RELAÇÕES ENTRE A INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS E ALGUMAS VARIÁVEIS

Estudo	Variáveis estudadas							Resultados empíricos		
	Desemprego		taxa de juro		Défice Orçamental	Crédito concedido pelo BC ao sector público	Trade-off entre produto e inflação		crescimento da base monetária	
	nível	variabilidade	nível	variabilidade						
Fry (1998)						X			- No estudo não foi detectada nenhuma relação entre o crédito concedido pelo BC ao Governo e o grau de independência do BC.	
Jordan (1998)									- A análise confirma que não existe nenhum efeito significativo da independência sobre as taxas de crescimento médio do produto. Para o conjunto de países analisados, a independência não afecta o crescimento de longo prazo do rendimento real. - Durante a década de 80, a independência do BC tem um efeito negativo sobre a quantidade total do produto. Todavia, essa correlação não existe para a década de 70.	
Posen (1998)								X	como proxy das receitas de senhorialem	- Não se obtém sustentação empírica para uma relação entre independência do BC e credibilidade de desinflação. A desinflação parece ser consistentemente mais custosa e não mais rápida em países com BCs independentes, mesmo mantendo constante a indexação de salários. - Maior independência do BC não parece ser razão para menores receitas de senhorialem.
Sikken e De Haan (1998)								X		- A acomodação dos défices está correlacionada negativamente com a independência do BC, apenas quando são usadas a taxa de rotação dos governadores e o índice de vulnerabilidade política, como medidas de independência do BC.

## APÊNDICE 2

### **Quadro A.2: Matriz de quantificação de graus de independência e responsabilização de Bancos Centrais, segundo vários índices**

**Matriz de quantificação de graus de independência e responsabilização dos Bancos Centrais, segundo vários índices**

País	Grau de Independência										Grau de Responsabilização					
	BP 1988	AL 1988, 1989	GMT (1991) independência		CWN 1992		Cukierman (1992)		ES/EK 1993/95	Medida sugerida no trabalho		com base na medida de: De Haan, Amtenbrink e Eijffinger (1998)				
	1-4	1-4	económica 0-8	política 0-8	total 0-16	1972-79 0-1	1980-89 0-1	LVAU 0-1	LVAW 0-1	1-5	0-8	Objectivos 0-4	Transp. 0-3	Resp. Final 0-6	Total 0-13	
Alemanha	4	4	7	6	13	0.69	0.69	0.66	---	5	5.08	2	0	1	3	
Argentina	---	---	---	---	---	0.40	0.40	0.44	---	---	5.08	1	1	2	4	
Austrália	1	1	6	3	9	0.36	0.36	0.31	---	1	2.66	1	1	5	7	
Áustria	---	---	6	3	9	0.61	0.61	0.58	---	3*	---	---	---	---	---	
Bélgica	2	2	6	1	7	0.17	0.17	0.19	---	3	3.25	0	0	4	4	
Canadá	2	2	7	4	11	0.45	0.45	0.46	---	1	2.33	1	2	4	7	
Chile	---	---	---	---	---	0.46	0.46	0.49	---	---	4.83	1	1	3	5	
Coreia	---	---	---	---	---	0.32	0.27	---	---	---	2.91	3	2	4	9	
Dinamarca	2	2	5	3	8	0.50	0.50	0.47	---	4*	4.99	1	1	2	4	
Espanha	1	1	3	2	5	0.09	0.23	0.21	---	3*	4.91	2	2	2	6	
EUA	3	3	7	5	12	0.48	0.48	0.51	---	3	3.83	1	3	2	6	
Finlândia	---	---	---	---	---	0.28	0.28	0.27	---	3*	7.16	2	1	2	5	
França	2	2	5	2	7	0.24	0.24	0.28	---	2	5.66	3	1	2	6	
Grécia	---	---	2	2	4	0.55	0.55	0.51	---	---	---	---	---	---	---	
Holanda	2	2	4	6	10	0.42	0.42	0.42	---	4	4.91	2	1	2	5	
Hungria	---	---	---	---	---	0.24	0.24	0.24	---	3	4.41	1	1	2	4	
Irlanda	---	---	4	3	7	0.44	0.44	0.39	---	---	5.16	2	1	2	5	
Islândia	---	---	---	---	---	0.34	0.34	0.36	---	---	5.08	1	1	4	6	
Itália	1.5	1.5	1	4	5	0.25	0.25	0.22	---	2	---	---	---	---	---	
Japão	3	3	5	1	6	0.18	0.18	0.16	---	3	3.83	1	2	3	6	
Luxemburgo	---	---	---	---	---	---	---	0.37	---	4	5.41	2	0	2	4	
México	---	---	---	---	---	0.34	0.34	0.36	---	---	4.16	1	1	2	4	
Noruega	2	2	---	---	---	0.17	0.17	0.14	---	2*	3.41	1	1	5	7	
Nova Zelândia	1	1	3	0	3	0.24	0.24	0.27	---	3*	4.99	4	2	4	10	
Polónia	---	---	---	---	---	0.10	0.10	0.10	---	3	---	---	---	---	---	
Portugal	---	---	2	1	3	0.48	0.41	---	---	2	4.66	2	1	2	5	
Reino Unido	2	2	5	1	6	0.27	0.27	0.31	---	2	3.66	4	3	4	11	
Rep. Checa	---	---	---	---	---	---	---	---	---	5	6.91	3	1	2	6	
Suécia	2	2	---	---	---	0.29	0.29	0.27	---	2	6.91	2	1	1	4	
Suíça	4	4	7	5	12	0.53	0.64	0.68	---	5	6.41	1	1	2	4	
Turquia	---	---	---	---	---	0.46	0.46	0.44	---	---	4.49	2	1	3	6	
BCE	4	4	7	8	15	---	0.83**	0.74**	0.8	5	7.16	3	1	1	5	

\* na coluna de ES / EK : extensões e actualizações feitas por Eijffinger e van Keulen (1995).

\*\* o valores calculados para o BCE têm em conta os seus estatutos, não se referindo aos períodos cronológicos considerados em CWN.

-->Os valores relativos ao BCE foram calculados neste trabalho, por aplicação dos critérios de cada uma das medidas.

--->Com excepção dos relativos à responsabilização de todos os BCs e independência do BCE, os valores inscritos são os valores apresentados nos artigos correspondentes (i.e., são os valores de origem).

-->Os valores respeitantes à responsabilização foram calculados neste trabalho, por aplicação das regras sugeridas em De Haan, et al. (1998).

BP: Bade e Parkin (1988); AL: Alesina (1988, 1989); GMT: Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991)

CWN: Cukierman, Webb e Neyapti (1992); LVAU: índice de independência legal ponderado de Cukierman (1992)

LVAU: índice de independência legal não ponderado de Cukierman (1992)

ES/EK: Eijffinger e Schaling (1993) / Eijffinger e van Keulen (1995)

Legenda:

- "Transp.": Transparência

- "Resp. Final": Responsabilidade Final

**APÊNDICE 2**

**Quadro A.3: Matriz de cálculo dos graus de independência e de responsabilização  
de Bancos Centrais (à data de 1998)**

**Matriz de cálculo dos graus de independência e de responsabilização de Bancos Centrais (à data de 1998)**  
(matriz de cálculo desagregado)

País	Independência										Responsabilização do BC										valor total						
	Pessoal			Política				Económica			Objectivos			Transparência				Responsabilidade final									
	(1)	(2)	(3)	total	(4)	(5)	(6)	(7)	total	(8)	(9)	total	(1)	(2)	(3)	(4)	total	(5)	(6)	(7)		total	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Alemanha	0.00	0.75	0.50	1.25	1.00	0.33	0.50	1.00	2.83	1.00	0.00	1.00	5.08														
Argentina	0.00	0.75	0.50	1.25	1.00	0.33	0.50	1.00	2.83	1.00	nd	1.00	5.08														
Austrália	0.00	0.50	0.00	0.50	0.00	0.66	0.50	1.00	2.16	0.00	0.00	0.00	2.66														
Bélgica	0.00	0.75	1.00	1.75	0.00	0.00	0.50	1.00	1.50	0.00	0.33	0.00	3.25														
Canadá	0.00	0.00	0.50	0.50	0.00	0.33	0.50	1.00	1.83	0.00	0.00	0.00	2.33														
Chile	1.00	1.00	0.00	2.00	0.00	0.33	0.50	1.00	1.83	1.00	nd	1.00	4.83														
Coreia	0.00	0.25	0.50	0.75	0.00	0.66	0.50	1.00	2.16	0.00	nd	0.00	2.91														
Dinamarca	0.66	1.00	0.50	2.16	1.00	0.33	0.50	1.00	2.83	0.00	nd	0.00	4.99														
Espanha	0.00	0.25	0.50	0.75	1.00	0.66	0.50	1.00	3.16	1.00	nd	1.00	4.91														
EUA	0.00	1.00	1.00	2.00	0.00	0.33	0.50	1.00	1.83	0.00	nd	0.00	3.83														
Finlândia	1.00	0.50	1.00	2.50	1.00	0.66	1.00	1.00	3.66	1.00	0.00	1.00	7.16														
França	0.00	1.00	0.50	1.50	1.00	0.66	0.50	1.00	3.16	1.00	0.00	1.00	5.66														
Holanda	0.00	0.75	1.00	1.75	1.00	0.66	0.50	1.00	3.16	0.00	nd	0.00	4.91														
Hungria	0.33	0.75	0.50	1.58	1.00	0.33	0.50	1.00	2.83	0.00	0.00	0.00	4.41														
Irlanda	0.00	0.50	0.50	1.00	1.00	0.66	0.50	1.00	3.16	1.00	0.33	1.00	5.16														
Islândia	0.00	0.75	1.00	1.75	1.00	0.33	1.00	1.00	3.33	0.00	0.00	0.00	5.08														
Japão	0.00	0.50	0.50	1.00	1.00	0.33	0.50	1.00	2.83	0.00	0.33	0.00	3.83														
Luxemburgo	0.00	0.75	0.50	1.25	1.00	0.66	0.50	1.00	3.16	1.00	0.00	1.00	5.41														
México	0.33	1.00	0.50	1.83	1.00	0.33	0.50	1.00	2.33	0.00	0.00	0.00	4.16														
Noruega	0.33	0.25	1.00	1.58	0.00	0.33	0.50	1.00	1.83	0.00	0.00	0.00	3.41														
Nova Zelândia	0.33	0.50	1.00	1.83	0.00	0.66	0.50	1.00	2.16	1.00	nd	1.00	4.99														
Portugal	0.00	0.50	0.00	0.50	1.00	0.66	0.50	1.00	3.16	1.00	0.00	1.00	4.66														
Reino Unido	0.00	0.00	1.00	1.00	0.00	0.66	1.00	1.00	2.66	0.00	0.00	0.00	3.66														
Rep. Checa	1.00	0.75	1.00	2.75	1.00	0.66	0.50	1.00	3.16	1.00	nd	1.00	6.91														
Suécia	1.00	0.75	1.00	2.75	1.00	0.66	0.50	1.00	3.16	1.00	0.00	1.00	6.91														
Suíça	0.33	0.75	1.00	2.08	1.00	0.33	0.50	1.00	3.33	1.00	1.00	1.00	6.41														
Turquia	0.66	0.50	0.50	1.66	1.00	0.33	0.50	1.00	2.83	0.00	0.66	0.00	4.49														
BCE	1.00	1.00	0.50	2.50	1.00	0.66	1.00	1.00	3.66	1.00	1.00	1.00	7.16														
máximo:	1	1	1	3	1	1	1	1	4	1	1	1	8.00														

País	Responsabilização do BC										valor total						
	Objectivos			Transparência				Responsabilidade final									
	(1)	(2)	(3)	(4)	total	(5)	(6)	(7)	total	(8)		(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	total
Alemanha	1	1	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	3
Argentina	1	0	0	0	1	0	0	1	1	0	0	0	1	0	2	1	4
Austrália	1	0	0	0	1	1	0	0	1	1	1	1	1	0	5	7	
Bélgica	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	0	4	4	
Canadá	1	0	0	0	1	1	0	1	2	1	1	1	0	1	7	7	
Chile	1	0	0	0	1	1	0	0	1	0	1	1	0	1	5	5	
Coreia	1	1	1	0	3	1	1	0	2	1	1	1	0	1	9	9	
Dinamarca	1	0	0	0	1	0	0	1	1	1	0	0	1	0	4	4	
Espanha	1	0	0	0	2	1	0	1	2	1	0	0	1	0	6	6	
EUA	1	0	0	0	1	1	1	1	3	1	0	0	1	0	6	6	
Finlândia	1	1	0	0	2	1	0	0	1	1	0	0	1	0	5	5	
França	1	1	1	0	3	0	0	1	1	1	0	0	1	0	6	6	
Holanda	1	1	0	0	2	0	0	1	1	1	0	0	1	0	5	5	
Hungria	1	0	0	0	1	1	0	0	1	1	0	0	1	0	4	4	
Irlanda	1	1	0	0	2	0	0	1	1	1	0	0	1	0	5	5	
Islândia	1	0	0	0	1	1	0	0	1	1	1	0	1	0	6	6	
Japão	1	0	0	0	1	0	1	1	2	1	1	0	1	0	6	6	
Luxemburgo	1	1	0	0	2	0	0	0	0	1	0	0	1	0	4	4	
México	1	0	0	0	1	0	0	1	1	1	0	0	1	2	4	4	
Noruega	1	0	0	0	1	0	1	0	1	1	1	1	1	0	7	7	
Nova Zelândia	1	1	1	1	4	1	0	1	2	1	1	0	1	1	10	10	
Portugal	1	1	0	0	2	1	0	0	1	1	0	0	1	0	5	5	
Reino Unido	1	1	1	1	4	1	1	1	3	1	1	1	0	1	11	11	
Rep. Checa	1	2	0	0	3	0	0	1	1	1	0	0	1	0	6	6	
Suécia	1	1	0	0	2	1	0	0	1	1	0	0	0	1	4	4	
Suíça	1	0	0	0	1	1	0	0	1	0	0	0	0	1	4	4	
Turquia	1	0	1	0	2	1	0	0	1	0	1	0	1	1	6	6	
BCE	1	1	1	0	3	0	0	1	1	1	0	0	1	0	5	5	
máximo:	1	1	1	1	4	1	1	1	3	1	1	1	1	1	13	13	

Legenda:

- "nd": informação não disponível;
- "máximo": valores máximos admissíveis em cada um dos itens.

Observações:

- Os valores inscritos nesta matriz foram obtidos por análise das leis-quadro (em vigor em 1998 ou que passam a vigorar a partir de 1 de Janeiro de 1999) de vários BCs, à luz do índice de independência dos BCs sugerido no âmbito deste trabalho e do índice de responsabilização de De Haan, Amtenbrink e Eijffinger (1998).
- A amostra é constituída por: Argentina, Chile, BCE e países da OCDE (com excepção de Áustria, Grécia, Itália e Polónia, por indisponibilidade de informação legal).
- Os valores totais são calculados por soma dos resultados obtidos em cada um dos itens.

**APÊNDICE 2**

**Quadro A.4: Matriz de síntese sobre os graus de independência e de responsabilização de Bancos Centrais**

## Matriz de síntese sobre os graus de independência e responsabilização do Banco Central

País	independência				responsabilização			
	peçoal	política	económica e financeira	total	objectivos	transparência	autoridade final	total
1 Alemanha	1.25	2.83	1.00	5.08	2	0	1	3
2 Argentina	1.25	2.83	1.00	5.08	1	1	2	4
3 Austrália	0.50	2.16	0.00	2.66	1	1	5	7
4 Bélgica	1.75	1.50	0.00	3.25	0	0	4	4
5 Canadá	0.50	1.83	0.00	2.33	1	2	4	7
6 Chile	2.00	1.83	1.00	4.83	1	1	3	5
7 Coreia	0.75	2.16	0.00	2.91	3	2	4	9
8 Dinamarca	2.16	2.83	0.00	4.99	1	1	2	4
9 Espanha	0.75	3.16	1.00	4.91	2	2	2	6
10 EUA	2.00	1.83	0.00	3.83	1	3	2	6
11 Finlândia	2.50	3.66	1.00	7.16	2	1	2	5
12 França	1.50	3.16	1.00	5.66	3	1	2	6
13 Holanda	1.75	3.16	0.00	4.91	2	1	2	5
14 Hungria	1.58	2.83	0.00	4.41	1	1	2	4
15 Irlanda	1.00	3.16	1.00	5.16	2	1	2	5
16 Islândia	1.75	3.33	0.00	5.08	1	1	4	6
17 Japão	1.00	2.83	0.00	3.83	1	2	3	6
18 Luxemburgo	1.25	3.16	1.00	5.41	2	0	2	4
19 México	1.83	2.33	0.00	4.16	1	1	2	4
20 Noruega	1.58	1.83	0.00	3.41	1	1	5	7
21 Nova Zelândia	1.83	2.16	1.00	4.99	4	2	4	10
22 Portugal	0.50	3.16	1.00	4.66	2	1	2	5
23 Reino Unido	1.00	2.66	0.00	3.66	4	3	4	11
24 Rep. Checa	2.75	3.16	1.00	6.91	3	1	2	6
25 Suécia	2.75	3.16	1.00	6.91	2	1	1	4
26 Suíça	2.08	3.33	1.00	6.41	1	1	2	4
27 Turquia	1.66	2.83	0.00	4.49	2	1	3	6
28 BCE	2.50	3.66	1.00	7.16	3	1	1	5
máximo:	3.00	4.00	1.00	8.00	4	3	6	13

**Observações:**

--> A amostra é constituída pelos BCs de:

- Argentina e Chile;
- países da OCDE, estando ausentes os BCs de Áustria, Grécia, Itália e Polónia, por indisponibilidade de dados;
- BCE.

--> Analisou-se, para cada BC, a lei-quadro vigente (1998) ou a que vai entrar em vigor no início de 1999.

**BIBLIOGRAFIA**

**Ainzenman, J.** (1992), Competitive Externalities and the Optimal Seigniorage, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 24, pp. 61-71.

**Ainzenman, J.** (1993), Soft Budget Constraints, Taxes, and the Incentive to Cooperate, *International Economic Review*, 34, pp. 819-832.

**Akhtar, M. A.** (1995), Monetary Policy Goals and Central Bank Independence, *Banca Nazionale del Lavoro – Quarterly Review*, 195, Dezembro, pp. 423-439.

**Alesina, Alberto** (1988), Macroeconomics and Politics, *NBER Macroeconomics Annual 1988*, pp. 13-61.

**Alesina, Alberto** (1989), Politics and Business Cycles in Industrial Democracies, *Economic Policy*, 8, Abril, pp. 57-98.

**Alesina, Alberto** (1995), Comment on ‘Recent Central-Bank Reforms and the Role of Price Stability as the Sole Objective of Monetary Policy’, *NBER Macroeconomics Annual 1995*, pp. 287-295.

**Alesina, Alberto e Gatti, Roberta** (1995), Independent Central Banks: Low Inflation at No Cost?, *The American Economic Review*, 85 (2), Maio, pp. 196-200.

**Alesina, Alberto e Summers, Lawrence H.** (1993), Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 25 (2), Maio, pp. 151-162.

**Alesina, Alberto e Tabellini, Guido** (1987), Rules and Discretion with Noncoordinated Monetary and Fiscal Policies, *Economic Inquiry*, 25 (4), Outubro, pp. 619-630.

**al-Marhubi, Fahim e Willett, Thomas** (1995), The Anti-Inflationary Influence of Corporatist Structures and Central Bank Independence: The importance of the Hump Shaped Hypothesis, *Public Choice*, 84, pp. 158-162.

**al-Nowaihi, Ali e Levine, P.** (1994), Can Reputation Resolve the Monetary Policy Credibility Problem?, *Journal of Monetary Economics*, 33, pp. 355-380.

**al-Nowaihi, Ali e Levine, P.** (1996), Independent Accountable: Walsh Contracts and the Credibility Problem, *CEPR Discussion Paper n.º 1387*, Abril.

**Anyadike-Danes, M. K.** (1995), Comment on ‘Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes’ (by Cukierman, Webb and Neyapti, 1992), *The World Bank economic Review*, 9 (2), pp. 335-340.

**Artis, Michael J. e Winkler, Bernhard** (1997), The stability Pact: Safeguarding the Credibility of the European Central Bank, *CEPR Discussion Paper n.º 1688*, Agosto.

- Backus**, David e **Driffill**, J. (1985a), Inflation and Reputation, *American Economic Review*, 75, 3, pp. 530-538.
- Backus**, David e **Driffill**, J. (1985b), Rational Expectations and Policy Credibility Following a Change in Regime, *Review of Economic Studies*, 52, pp. 211-221.
- Bade**, R. e **Parkin**, M. (1988), Central Banks Laws and Monetary Policy, *mimeo*, Department of Economics, University of Western Ontario, Outubro.
- Bagheri**, Fatholla e **Habibi**, Nader (1998), Political Institutions and Central Bank Independence: A Cross-country Analysis, *Public Choice*, 96, pp. 187-204.
- Ball**, Laurence (1992), Why does high Inflation raise Inflation Uncertainty?, *Journal of Monetary Economics*, 29, pp. 371-388.
- Ball**, Laurence (1993), What Determines the Sacrifice Ratio?, *NBER Working Paper n° 4306*, Março.
- Banaian**, King; **Laney**, Leroy e **Willett**, Thomas (1983), Central Bank Independence: An international Comparison, *Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Review*, Março, pp. 1-13.
- Barro**, R. (1986), Reputation in a Model of Monetary Policy with Incomplete Information, *Journal of Monetary Economics*, 17, pp. 1-20.
- Barro**, R. (1996), Inflation and Growth, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Maio / Junho, pp. 1-17.
- Barro**, R. e **Gordon**, D. (1983a), A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model, *Journal of Political Economy*, 91 (4), pp. 589-610.
- Barro**, R. e **Gordon**, D. (1983b), Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics*, 12, pp. 101-121.
- Bassoni**, Marc e **Cartapanis**, André (1995), Autonomie des banques centrales et performances macro-économiques – Un réexamen, *Revue Économique*, 46 (2), Março, pp. 415-432.
- Baumol**, W. (1990), Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive, *Journal of Political Economy*, 98, pp. 893-921.
- BCE** (1998), Press Conference, 13 de Outubro.
- Beck**, N. (1982), Presidential Influence on the Federal Reserve in the 1970's, *American Journal of Political Science*, pp. 415-445.

- Beetsma, Roel M. W. J. e Bovenberg, A. Lans** (1995), Monetary Union Without Fiscal Coordination May Discipline Policymakers, *mimeo*, Abril.
- Begg, D. K.; Giavazzi, F. e Wyplosz, C.** (1997), Options for the Future Exchange Rate Policy of the EMU, *artigo preparado para CEPR e para a Comissão Europeia*, Agosto.
- Bénassy, Agnès e Pisani-Ferry, Jean** (1994), Indépendance de la banque centrale et politique budgétaire, *CEPII – Document de travail n.º 94-02*, Junho.
- Berument, Hakan** (1998), Central Bank Independence and Financing Government Spending, *Journal of Macroeconomics, Winter*, 20 (1), pp. 133-151.
- Beetsma, Roel e Bovenberg, A. Lans** (1995a), Designing Fiscal and Monetary Institutions in a Second-Best World, *Discussion Paper, Center for Economic Research, Tilburg University*, The Netherlands, Abril.
- Beetsma, Roel e Jensen, Henrik** (1997), Inflation Targets and Contracts with Uncertain Central Banker Preferences, *CEPR Discussion Paper, n.º 1562*, Janeiro.
- Bini Smaghi, Lorenzo** (1996), How Can the ECB Be Credible?, *European University Institute – Working Paper n.º 96 / 24*.
- Bini Smaghi, Lorenzo** (1998), The Democratic Accountability of the European Central Bank, *mimeo, European Monetary Institute*, Maio.
- Blackburn, K. e Christensen** (1989), Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence, *Journal of Economic Literature*, 27, Março, pp. 1-45.
- Blake, Andrew P. e Weale, Martin** (1998), Costs of Separating Budgetary policy from Control of Inflation: a Neglected Aspect of Central Bank Independence, *Oxford Economic Papers*, 50, pp. 449-467.
- Blanchard, O. J. e Fischer, S.** (1989), Lectures on Macroeconomics, MIT Press, Cambridge MA.
- Bleaney, Michael** (1996), Central Bank Independence, Wage-Bargaining Structure, and Macroeconomic Performance in OECD Countries, *Oxford Economic Papers*, 48, pp. 20-38.
- Bomfim, Antulio N. e Rudebusch, Glenn D.** (1997), Opportunistic and Deliberate Disinflation Under Imperfect Credibility, *Federal Reserve Bank of USA*, Dezembro.
- Botazzi, Laura e Manasse, Paolo** (1998), Workers' versus Bankers' Europe (II): Policy Externalities and Credibility in EMU, *mimeo*, Maio.
- Briault, Clive; Haldane, Andrew e King, Mervyn** (1996), Independence and Accountability, *Working Paper Series n.º 49, Bank of England*, Abril.

- Brueckner, Matthias** (1997), Voting and Decisions in the ECB, *European University Institute – Working Paper n.º 97 / 29*.
- Bruno, Michael e Easterly, W.** (1995a), Inflation Crises and Long-Run Growth, *World Bank working paper n.º 1517*, Setembro, pp. 1-48.
- Bruno, Michael e Easterly, W.** (1995b), Could Inflation Stabilization be Expansionary?, *World Bank, mimeo*.
- Burdekin, Richard C. K. e Laney, Leroy O.** (1988), Fiscal Policymaking and the Central Bank Institutional Constraint, *Kyklos*, 41 (4), pp. 647-662.
- Burdekin, Richard C. K. e Willett, Thomas** (1991), Central Bank Reform: Federal Reserve in International Perspective, *Public Budgeting and Financial Management*, 3, pp. 619-650.
- Burns, A.F.** (1979), *The Anguish of Central Banking, Belgrade, Yugoslavia: Per Jacobsson Foundation*.
- Cagan, P.** (1956), The Monetary Dynamics of Hyperinflation, in: M.Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago Press.
- Calmfors, L. e Driffill, J.** (1988), Bargaining Structure, Corporatism, and Macroeconomic Performance, *Economic Policy*, 6, Abril, pp. 14-61.
- Calvo, G.** (1978), On the Time Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy, *Econometrica*, 46, pp. 1411-1428.
- Canzoneri, Matthew** (1985), Monetary Policy Games and the Role of Private Information, *The American Economic Review*, Dezembro, pp. 1056-1070.
- Canzoneri, Matthew B.; Grilli, Vittorio e Masson, Paul R.** (1992) (eds.), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*: Cambridge: CEPR.
- Canzoneri, Matthew; Nolan, Charles e Yates, Anthony** (1996), Feasible Mechanisms for Achieving Monetary Stability: A Comparison of Inflation Targeting and the ERM, *Working Paper Series n.º 52, Bank of England*, Julho, pp. 1-32.
- Capie, Forrest; Goodhart, Charles; Fischer, Stanley e Schnadt, Norbert** (1994), The Development of Central Banking, in: Capie et al, *The Future of Central Banking - The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, New York: Cambridge University Press.
- Cargill, Thomas F.** (1995), The Statistical Association Between Central Bank Independence and Inflation, *Banca Nazionale del Lavoro – Quarterly Review*, 193, Junho, pp. 159-172.

- Castrén, Olli** (1998a), Fiscal-Monetary Policy Coordination and Central Bank Independence, *Bank of Finland Studies E:12*, Abril.
- Castrén, Olli** (1998b), Monetary Policy Delegation, Labour Market Structure and Fiscal-Monetary Policy Coordination, *Bank of Finland Discussion Papers*, 14/98, Julho.
- Chang, Roberto** (1998), Policy Credibility and the Design of Central Banks, *Federal Reserve Bank of Atlanta, first quarter*, pp. 4-15.
- Crawford, A. e Kasumovich, M.** (1996), Does Inflation Uncertainty Vary with the Level of Inflation?, *Bank of Canada, Ottawa Ontario, mimeo*, Agosto, 1-48.
- Crosby, Mark** (1998), Central Bank Independence and Output Variability, *Economics Letters*, 60, pp. 67-75.
- Cukierman, Alex** (1986), Central Bank Behavior and Credibility: Some Recent Theoretical Developments, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 68, pp. 5-17.
- Cukierman, Alex** (1992), *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence – Theory and Evidence*: The MIT Press.
- Cukierman, Alex** (1993), Central Bank Independence, Political Influence and Macroeconomic Performance: A Survey of Recent Developments, *Cuadernos de Economia, n.º 91*, pp. 271-291, Dezembro.
- Cukierman, Alex** (1994a), Commitment Through Delegation, Political Influence and Central Bank Independence, in: J. A. H de Beaufort Wijnholds; S. Eijffinger e L. H. Hoogduin (eds.), *A Framework for Monetary Stability*, Dordrecht / Boston / London, Kluwer Academic Publishers, pp. 55-74.
- Cukierman, Alex** (1994b), Central Bank Independence and Monetary Control, *The Economic Journal*, 104, Novembro, pp. 1437-1448.
- Cukierman, Alex** (1995), How Can the European Central Bank become Credible?, *comunicação apresentada na conferência organizada por CEPR/Irving Fisher Society, sob o tema: 'What Monetary Policy for the European Central Bank?*, Frankfurt, 9 e 10 de Junho.
- Cukierman, Alex** (1996), The Economics of Central Banking, *Tel-Aviv University and Center, mimeo*, Fevereiro.
- Cukierman, Alex** (1997), Central Bank Independence, Growth and Employment, *comunicação apresentada numa conferência organizada pelo Banco Central da Áustria*, 12 e 13 de Maio.
- Cukierman, Alex e Liviatan, Nissan** (1991), Optimal Accommodation by Strong Policymakers under Incomplete Information, *Journal of Monetary Economics*, 27, pp. 99-127.

**Cukierman, Alex e Meltzer, Allan** (1986), A Theory of Ambiguity, Credibility, and Inflation under Discretion and Asymmetric Information, *Econometrica*, 54, pp. 1099-1128.

**Cukierman, Alex e Webb, Steven B.** (1995), Political Influence on the Central Bank: International Evidence, *The World Bank Economic Review*, 9 (3), pp. 397-423.

**Cukierman, Alex; Edwards, Sebastian e Tabellini, Guido** (1992), Seigniorage and Political Instability, *The American Economic Review*, 82 (3), Junho, pp. 537-555.

**Cukierman, Alex; Webb, Steven B. e Neyapti, Bilin** (1992), Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes, *The World Bank Economic Review*, 6 (3), pp. 353-398.

**Cukierman, Alex; Kalaitzidakis, Pantelis; Summers, Lawrence e Webb, Steven B.** (1993), Central Bank Independence, Growth, Investment, and Real Rates, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 95-140.

**Currie, David; Levine, Paul e Pearlman, Joseph** (1995), Can Delegation Be Counterproductive? The Choice of 'Conservative' Bankers in Open Economies, *CEPR – Discussion Paper n.º 1148*, Março.

**Debelle, Guy** (1994), Central Bank Independence: A Free Lunch?, *mimeo, MIT*, Fevereiro.

**Debelle, Guy** (1997), Inflation Targeting in Practice, *IMF Working Paper WP/97/35*, Março.

**Debelle, Guy e Fischer, Stanley** (1994), How Independent Should a Central Bank Be?, *Federal Reserve Bank of Boston – Conference Series n.º 38, 'Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers'*, Junho, pp. 195-221.

**De Cecco, Marcello e Giovannini, Alberto** (1989) (eds.), *A European Central Bank? Perspectives on Monetary Unification After Ten Years of the EMS*: Cambridge: CEPR.

**De Gregório, José** (1993), Inflation, Taxation, and Long-Run Growth, *Journal of Monetary Economics*, 31, pp. 271-298.

**De Gregório, José** (1996), Inflation, Growth, and Central Banks: Theory and Evidence, *World Bank working papers n.º 1575*, Fevereiro 1996.

**De Haan, Jakob** (1995), Why does Central Bank Independence Yield Lower Inflation? Taxonomy of Arguments on Empirical Evidence, *mimeo, Department of Economics, University of Groningen*.

**De Haan, Jakob** (1997), The European Central Bank: Independence, Accountability and Strategy: A Review, *Public Choice*, 93, pp. 395-426.

- De Haan, Jakob e Kooi, Willem** (1997), What Really Matters: Conservativeness or Independence?, *Banca Nazionale del Lavoro – Quarterly Review*, 200, Março, p. 23-38.
- De Haan, Jakob e Siermann, Clemens L. J.** (1994), Central Bank Independence, Inflation and Political Instability, *mimeo, Department of Economics, University of Groningen*.
- De Haan, Jakob e Sturm, Jan Egbert** (1992), The Case for Central Bank Independence, *Banca Nazionale del Lavoro – Quarterly Review*, 182, Setembro, pp. 305-327.
- De Haan, Jakob e Van't Hag, Gert-Jan** (1995), Variation in Central Bank Independence Across Countries: Some Provisional Empirical Evidence, *Public Choice*, 81, pp. 335-351.
- De Haan, Jakob; Amtenbrink, Fabian e Eijffinger, Sylvester C.W.** (1998), Accountability of Central Banks: Aspects and Quantification, *Discussion Paper, CentER for Economic Research, Tilburg University, The Netherlands, Maio*.
- De Haan, Jakob; Knot, Klaas e Sturm, Jan-Egbert** (1993), On the Reduction of Disinflation Costs: Fixed Exchange Rates on Central Bank Independence, *Banca Nazionale del Lavoro – Quarterly Review*, 187, pp. 429-443.
- Della Posta, Pompeo** (1997), Central Bank Independence and Public Debt Convergence in an Open Economy Dynamic Game, *European University Institute Working Papers n.º 97/28*, Julho.
- De Long, J. Bradford e Summers, Lawrence H.** (1992), Macroeconomic Policy and Long-Run Growth, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Fourth Quarter*, pp. 5-29.
- Demertzis, Maria; Hallett, Andrew Hughes e Viegi, Nicola** (1998), Independently Blue? Accountability in the New European Central Bank, *CEPR Discussion Paper n.º 1842*, Março.
- Doi, Takero** (1998), Central Bank Independence Promotes Budgetary Efficiency, *University of Tokyo – Discussion Paper Series n.º F-68*, Abril.
- Drazen, Allan e Masson, Paul** (1994), Credibility of Policies Versus Credibility of Policymakers, *IMF Working Paper WP 94/49-EA*.
- Eijffinger, Sylvester** (1997), The New Political Economy of Central Banking, *CentER for Economic Research, Tilburg University, mimeo*, Setembro.
- Eijffinger, Sylvester e De Haan, Jakob** (1996a), Central Bank Independence: Only Part of the Inflation Story – A Comment, *De Economist*, 144 (4), pp. 658-666.
- Eijffinger, Sylvester e De Haan, Jakob** (1996b), The Political Economy of Central-Banking, *Princeton Special Papers in International Economics n.º 19*.

**Eijffinger**, Sylvester e **Hoeberichts**, Marco (1996), The trade off Between Central Bank Independence and Conservativeness, *Discussion Paper, CentER for Economic Research, Tilburg University*, The Netherlands, Maio.

**Eijffinger**, Sylvester e **Schaling**, Eric (1992), Central Bank Independence: Criteria and Indices, *Research Memorandum n.º 548, Department of Economics, Tilburg University*.

**Eijffinger**, Sylvester e **Schaling**, Eric (1993a), Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 184, pp. 1-41.

**Eijffinger**, Sylvester e **Schaling**, Eric (1993b), Central Bank Independence: Theory and Evidence, *CentER for Economic Policy Research Discussion Paper 9325*, Maio.

**Eijffinger**, Sylvester e **Schaling**, Eric (1995a), The Ultimate Determinants of Central Bank Independence, *Discussion Paper, CentER for Economic Research, Tilburg University*, The Netherlands, Janeiro.

**Eijffinger**, Sylvester e **Schaling**, Eric (1995b), Optimal Commitment in an Open Economy: Credibility vs. Flexibility, *Discussion Paper, CentER for Economic Research, Tilburg University*, The Netherlands, Julho.

**Eijffinger**, Sylvester e **Van Keulen**, Martijn (1995), Central Bank Independence in Another Eleven Countries, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 192, Março, pp. 39-83.

**Eijffinger**, Sylvester; **Hoeberichts**, Marco e **Schaling**, Eric (1995), Optimal Conservativeness in the Rogoff (1985) Model: A Graphical and Closed-Form Solution, *Discussion Paper, CentER for Economic Research, Tilburg University*, The Netherlands, Novembro.

**Eijffinger**, Sylvester; **Hoeberichts**, Marco e **Schaling**, Eric (1997), Why Money Talks and Wealth Whispers: Monetary Uncertainty and Mystique, *Discussion Paper, CentER for Economic Research, Tilburg University*, The Netherlands, Maio.

**Eijffinger**, Sylvester; **Van Rooij**, Maarten e **Schaling**, Eric (1994), Central Bank Independence: A Paneldata Approach, *Discussion Paper n.º 9493, CentER for Economic Research, Tilburg University*, The Netherlands.

**Epstein**, Gerald (1992), Political Economy and Comparative Central Banking, *Review of Radical Political Economics*, 24 (1), pp. 1-30.

**Epstein**, Gerald e **Schor**, Juliet B. (1986), The Political Economy of Central Banking, *mimeo, Harvard University*, Julho.

**Epstein**, Gerald e **Schor**, Juliet B. (1988), The Determinants of Central Bank Policy in Open Economies, in: Bruno Jossa e Carlo Panico (eds.), *Monetary Theory and Central Banking*, Naples, Italy: Liguori Press

**Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu, Protocolo n.º 3, anexo ao Tratado da União Europeia.**

**Faust, Jon** (1994), Whom Can We Trust to Run the Fed: Theoretical Support for the Founders' Views, *mimeo*.

**Faust, Jon e Svensson, Lars E. O.** (1997), Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals, *Discussion Paper, Institute for International Economic Studies, Stockholm University*, (<http://www.iies.su.se>), Dezembro.

**Feldstein, Martin** (1997), The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability, *NBER Working Paper n.º 6150*, Agosto.

**Fellner, William** (1982), In Defense of the Credibility Hypothesis, *American Economic Review*, 72 (2), pp. 90-91.

**Financial Times** (1990), Pöhl Throws a Gauntlet, *editorial do jornal*, 23 de Janeiro, p. 16.

**Fischer, Andreas** (1996), Central Bank Independence and Sacrifice Ratios, *Open Economies Review*, 7, pp. 5-18.

**Fischer, Stanley** (1980), Dynamic Inconsistency, Cooperation, and the Benevolent Dissembling Government, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2, pp. 93-107.

**Fischer, Stanley** (1990), Rules versus Discretion in Monetary Policy, in: Friedman, B. M. e Hahn, F., *Handbook of Monetary Economics, vol. II*, North-Holland, New York.

**Fischer, Stanley** (1993), The Role of Macroeconomic Factors in Growth, *Journal of Monetary Economics*, 32 (3), December, pp. 485-512.

**Fischer, Stanley** (1994), Modern Central Banking, in: Capie, F. et al, *The Future of Central Banking - The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, New York: Cambridge University Press.

**Fischer, Stanley** (1995a), Modern Approaches to Central Banking, *NBER Working Paper n.º 5064*.

**Fischer, Stanley** (1995b), The Unending Search for Monetary Salvation, *NBER Macroeconomics Annual 1995*, pp. 275-298.

**Fischer, Stanley** (1996), Why Are Central Banks Pursuing Lon-Run Price Stability?, *Federal Reserve Bank of Kansas City – Conference Proceedings (Conference: 'Achieving Price Stability')*, pp. 7-34, Agosto.

**Fischer, Stanley** (1997), Central Bank Independence and Monetary Policy in a Low Inflation Environment, *comunicação apresentada numa Conferência organizada pelo Banco Central da Áustria*, Maio.

- Flood**, Robert e **Isard**, P. (1989), Monetary Policy Strategies, *IMF Staff Papers*, 36, n° 3.
- Forder**, James (1996), On the Assessment and Implementation of 'Institutional' Remedies, *Oxford Economic Papers*, 48, pp. 39-51.
- Fratianni**, Michele e **Huang**, Haizhou (1992), Reputation, Central Bank Independence and the ECB, *mimeo, Indiana University*, Dezembro.
- Fratianni**, Michele e **Huang**, Haizhou (1996), Central Bank Reputation and Conservativeness, *Indiana University – Working Paper Series in Economics n° 96-018*, Agosto.
- Fratianni**, Michele; **von Hagen**, Jürgen e **Waller**, Christopher (1993), Central Banking as a Political Principal-Agent Problem, *CEPR Discussion Paper n° 752*, Janeiro.
- Freedman**, Charles (1993), Designing Institutions for Monetary Stability. A Comment, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 85-94.
- Freedman**, Charles (1996), What Operating Procedures Should Be Adopted to Maintain Price Stability? – Practical Issues, *Federal Reserve Bank of Kansas City – Conference Proceedings (Conference: 'Achieving Price Stability')*, pp. 241-284, Agosto.
- Friedman**, M. (1968), The Role of Monetary Policy, *American Economic Review*, 58, pp. 1-17.
- Froyen**, Richard T. e **Waud**, Roger N. (1995), Central Bank Independence and the Output-Inflation Tradeoff, *Journal of Economics and Business*, 47, pp. 137-149.
- Fry**, Maxwell J. (1998), Assessing Central Bank Independence in Developing Countries: Do Actions Speak Louder than Words?, *Oxford Economic Papers*, 50, pp. 512-529.
- Fuhrer**, Jeffrey C. (1997), Central Bank Independence and Inflation Targeting: Monetary Policy Paradigms for the Next Millennium?, *New England Economic Review – Federal Reserve Bank of Boston*, Janeiro / Fevereiro, pp. 19-36.
- Gärtner**, Manfred (1997), Time-consistent Monetary Policy under Output Persistence, *Public Choice*, 92, pp. 429-437.
- Ghosh**, Atish e **Phillips**, Steven (1998), Inflation, Disinflation, and Growth, *IMF Working paper WP/98/68*, Maio.
- Goodhart**, Charles A.E. (1991), *Money, Information and Uncertainty, second edition*, MacMillan.
- Goodhart**, Charles A.E. (1994a), Conference Proceedings of 'The Tercentenary Symposium of the Bank of England', in: Capie et al, *The Future of Central Banking - The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, New York: Cambridge University Press.

- Goodhart**, Charles A.E. (1994b), What Should Central Banks do? What should be their macroeconomic objectives and operations?, *The Economic Journal*, 104, November, pp. 1424-1436.
- Goodhart**, Charles A.E. (1994c), Central Bank Independence, *Journal of International and Comparative Economics*, 3, pp. 1-12.
- Goodhart**, Charles A.E. e **Schoenmaker**, Dirk (1993), Institutional Separation Between Supervisory and Monetary Authorities, *artigo apresentado na conferência: 'prudential Regulation, Supervision, and Monetary Policy'*, Bocconi University, Milan.
- Goodhart**, Charles A.E. e **Schoenmaker**, Dirk (1995), Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated?, *Oxford Economic Papers*, Outubro, pp. 539-560.
- Goodhart**, Charles e **Viñals**, José (1994), Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples from Europe and the Antipodas, in: Jeffrey C. Fuhrer (ed.), "*Goals, Guidelines and Constraints facing Monetary Policymakers*", MA: Federal Reserve Bank of Boston, 1994, pp. 139-187.
- Goodhart**, Charles A.E. e **Huang**, Haizhou (1995), What is the Central Bank's Game?, *mimeo*, London School of Economics, Novembro.
- Goodhart**, Charles A.E. e **Huang**, Haizhou (1998), Time Inconsistency in a Model with Lags, Persistence, and Overlapping Wage Contracts, *Oxford Economic Papers*, 50, pp. 378-396.
- Grilli**, Vittorio; **Masciandaro**, Donato e **Tabellini**, Guido (1991), Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries, *Economic Policy*, 13, Outubro, pp. 341-392.
- Gylfason**, T. e **Herbertsson**, T. (1996), Does Inflation Matter for Growth?, *CEPR Discussion Paper n.º 1503*, Dezembro.
- Haggard**, Stephen; **Kaufman**, Robert; **Shariff**, Karim e **Webb**, Steven (1991), Politics, Inflation and Government Deficits in Middle-income Countries, *mimeo*, World Bank.
- Haldane**, Andrew G. (1997), Some Issues in Inflation Targeting, *Bank of England, working paper series*.
- Hall**, P. A. e **Franzese Jr.**, R. J. (1996), The Mixed Blessings of Central Bank Independence and European Monetary Union, *mimeo*, Abril.
- Haubrich**, Joseph G. e **Ritter**, Joseph A. (1996), Dynamic Commitment and Imperfect Policy Rules, *Federal Reserve Bank of Cleveland - Working Paper n.º 9601*, Fevereiro.
- Havrilesky**, T. M. (1987), A Partisan Theory of Fiscal and Monetary Regimes, *Journal of Money, Credit and Banking*, 19, pp. 308-325.

- Havrilesky, Thomas e Granato, James** (1993), Determinants of Inflationary Performance: Corporatist Structures vs. Central Bank Autonomy, *Public Choice*, 76, pp. 249-261.
- Healey, N.; Levine, P. e Pearlman, J.** (1994), The Political Economy of a European Central Bank, *Parlamento Europeu – ECSA – World Conference on 'Federalism, Subsidiarity and Democracy in the European Union*, Bruxelas, 5 e 2 de Maio.
- Herrendorf, Berthold e Lockwood, Ben** (1996), Rogoff's 'Conservative' Central Banker Restored, *CEPR Discussion Paper n.º 1386*, Abril.
- Hetzl, Robert** (1990), Central Banks' Independence in Historical Perspective – A Review Essay, *Journal of Monetary Economics*, 25, pp. 165-176.
- Heyley, F. e van Poeck, A.** (1996), Central Bank Independence: Only Part of the Inflation Story, *The Economist*, 144 (4), pp. 46-61.
- Hibbs, D. A.** (1977), Political Parties and Macroeconomic Policy, *American Political Science Review*, 23, pp. 1467-1488.
- Holland, S.** (1993), Uncertainty Effects of Money and the Link Between the Inflation Rate and Inflation Uncertainty, *Economic Inquiry*, January, pp. 39-51.
- Huizinga, J.** (1993), Inflation Uncertainty, Relative Price Uncertainty, and Investment in U.S. Manufacturing, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 25 (3), August, pp. 521-549.
- IME** (1996), Progress Towards Convergence 1996, *Instituto Monetário Europeu*, Novembro, Frankfurt am Main.
- IME** (1997), The Single Monetary Policy in Stage Three – Elements of the Monetary Strategy of the ESCB, *Instituto Monetário Europeu*, Fevereiro, Frankfurt am Main.
- Issing, Otmar** (1998a), The European Central Bank as a New Institution and the Problem of Accountability, *Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln*, n.º. 19, Março, pp. 1-7.
- Issing, Otmar** (1998b), Open for Business, *Financial Times*, 22 de Setembro.
- Jenkins, Michael A.** (1996), Central Bank Independence and Inflation Performance: Panacea or Placebo?, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 197, Junho, pp. 241-270.
- Jensen, Henrik** (1997), Credibility of Optimal Monetary Delegation, *The American Economic Review*, 87 (5), pp. 911-920, Dezembro.
- Jordan, Thomas J.** (1997), Disinflation Costs, Accelerating Inflation Gains, and Central Bank Independence, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 133 (1), 1-21.

- Jordan**, Thomas J. (1998), An Empirical Observation on Central Bank Independence and Real Output, *Open Economies Review*, 9, pp. 219-225.
- Kane**, E. J. (1982), External Pressure and the Operation of the Fed, in R.E. Lombra e White (eds.), *Political Economy of International and Domestic Monetary Relations*, Ames: Iowa State University Press, pp. 211-232.
- Kane**, E. J. (1990), Bureaucratic Self Interest as an Obstacle to Monetary Reform, in: Thomas Mayer (ed.), *The Political Economy of American Monetary Policy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Kotlikof**, L.; **Persson**, T. e **Svensson**, L. (1988), Social Contracts as Assets: A Possible Solution to the Time-Inconsistency Problem, *American Economic Review*, 78, pp. 662-677.
- Kreps**, David e **Wilson**, Robert (1982a), Sequential Equilibrium, *Econometrica*, 50, pp. 863-894
- Kreps**, David e **Wilson**, Robert (1982b), Reputation and Imperfect Information, *Journal of Economic Theory*, 27, pp. 352-379.
- Kydland**, F.E. e **Prescott**, E. (1977), Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, 85, pp. 473-492.
- Lamfalussy**, Alexandre (1997), The European Central Bank: Independent and Accountable, *comunicação proferida numa conferência organizada pelo Banco Central da Áustria*, Maio.
- Laskar**, Daniel (1989), Conservative Central Bankers in a Two-Country World, *European Economic Review*, 33, pp. 1575-1595.
- Levine**, Paul e **Pearlman**, Joseph (1994), Labour Market Structure, Conservative Bankers and the Feasibility of Monetary Union, *CEPR Discussion Paper n.º 903*, Fevereiro.
- Levy**, David A. (1995), Does an Independent Central Bank Violate Democracy?, *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College – working paper n.º 148*, Novembro.
- Lockwood**, Ben (1995a), State-Contingent Inflation Contracts and Output Persistence, *Discussion Papers in Economics 95/13*, University of Exeter, UK, Setembro.
- Lockwood**, Ben (1995b), Rogoff's "Conservative" Central Banker Restored: Asymmetric Information and the Delegation of Monetary Policy, *Discussion Papers in Economics 95/18*, University of Exeter, UK, Outubro.
- Lockwood**, Ben (1997), State-Contingent Inflation Contracts and Unemployment Persistence, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29 (3), Agosto, pp. 286-299.

- Lockwood, Ben; Miller, Marcus e Zhang, Lei** (1994), Designing Monetary Policy When Unemployment Persists, *Discussion Paper in Economics 94/08*, University of Exeter, UK.
- Lohmann, Susanne** (1990), Monetary Policy Strategies – A Correction, *IMF Staff Papers* 37, n.º 2, June.
- Lohmann, Susanne** (1992), Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility, *American Economic Review*, 82 (1), pp. 273-286.
- Lohmann, Susanne** (1998), Institutional Checks and Balances and the political Control of the Money Supply, *Oxford Economic Papers*, 50, pp. 360-377.
- Lossani, Marco; Natale, Piergiiovanna e Tirelli, Patrizio** (1996), Macroeconomics and Politics Revisited. Do Central Banks Matter?, *mimeo*, Julho.
- Lossani, Marco; Natale, Piergiiovanna e Tirelli, Patrizio** (1997), Fiscal Policy and Imperfectly Credible Inflation Targets: Should We Appoint Expenditure-Conservative Central Bankers?, *mimeo*, Julho.
- Lossani, Marco; Natale, Piergiiovanna e Tirelli, Patrizio** (1998), Incomplete Information in Monetary Policy Games: Rules Rather Than a Conservative Central Banker, *Scottish Journal of Political Economy*, 45, (1), Fevereiro, pp. 33-47.
- Lougani, Prakash e Sheets, Nathan** (1997), Central Bank Independence, Inflation, and Growth in Transition Economies, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29 (3), Agosto, pp. 381-399.
- Mangano, Gabriel** (1997), Measuring Central Bank Independence: A Tale of Subjectivity and of Its Consequences, *Université de Lausanne – Cahiers de Recherches Économiques* n.º 9704, Junho.
- Mato de Molina, José Luis** (1997), Comment on: Central Bank Independence, Growth and Employment, *comunicação proferida numa conferência organizada pelo Banco Central da Áustria*, Maio.
- Mayer, T.** (1990), *The Political Economy of American Monetary Policy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Mayes, David G.** (1998), Evolving Voluntary Rules for the Operation of the European Central Bank, *Bank of Finland Discussion Papers*, n.º 2/98, Março.
- McCallum, Bennett T.** (1995), Two Fallacies Concerning Central-Bank Independence, *The American Economic Review*, 85 (2), Maio, pp. 207-211.
- McCallum, Bennett T.** (1996), Crucial Issues Concerning Central Bank Independence, *NBER working paper* n.º 5597, Maio.

- McCallum**, John (1988), Is Increased Credibility Stabilizing?, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 20 (2), May, pp. 155-166.
- Mellin**, Stefan (1997), Inflation Target Instability and Interest Rates, *mimeo*, Fevereiro.
- Minford**, P. (1995), Time-Inconsistency, Democracy, and Optimal Contingent Rules, *Oxford Economic Papers*, 47, pp. 195-210.
- Mishkin**, Frederic e **Posen**, Adam (1997), Inflation Targeting: Lessons from Four Countries, *Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review*, 3, n.º 3, Agosto.
- Morales**, Antonio J. e **Padilla**, A. Jorge (1995), Designing Institutions for International Monetary Policy Coordination, *CEPR Discussion Paper n.º 1180*, Maio.
- Moser**, Peter (1997), Checks and Balances, and the Supply of Central Bank Independence, *a ser publicado em The European Economic Review*.
- Murphy**, K. *et al.* (1991), The Allocation of Talents: Implications for Growth, *Quarterly Journal of Economics*, 104, pp. 503-530.
- Muscattelli**, Anton (1996), Political Consensus, Uncertain Preferences and Central Bank Independence, *University of Glasgow, Dept. of Political Economy, mimeo*, Novembro.
- Muscattelli**, Anton (1998a), Inflation Contracts and Inflation Targets under Uncertainty: Why we Might need Conservative Central Bankers?, *University of Glasgow, Dept. of Political Economy, mimeo*, Janeiro.
- Muscattelli**, Anton (1998b), Optimal Inflation Contracts and Inflation Targets With Uncertain Central Banker Preferences: Accountability Through Independence?, *The Economic Journal*, 108, Março, pp. 529-542.
- Neumann**, Manfred (1991), Precommitment by Central Bank Independence, *Open Economies Review*, 2, pp. 95-112.
- Neumann**, Manfred (1995a), Central Bank Independence as a Prerequisite of Price Stability, *University of Bonn, mimeo*.
- Neumann**, Manfred (1995b), Society, Government, and Central Bank Independence, *University of Bonn- Discussion paper B 338*, Dezembro.
- Neumann**, Manfred (1996), Problems in Measuring Central-Bank Independence, *University of Bonn, Discussion paper B 352*, Janeiro.
- Nicolini**, Juan P. (1998), More on the Time Consistency of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics*, 41, pp. 333-350.
- Nolan**, Charles e **Schaling**, Eric (1996), Monetary Policy Uncertainty and Central Bank Accountability, *Bank of England Working Paper series n.º 54*, Outubro.

- Nordhaus, W.** (1975), *The Political Business Cycle*, *Review of Economic Studies*.
- Parkin, Michael** (1986), Domestic Monetary Institutions and Deficits, in: Buchanan, J.M.; Rowley, C.K. e Tollison, R.D. (eds.), *Deficits*, New York: Basil Blackwell.
- Persson, Torsten e Tabellini, Guido** (1993), Designing Institutions for Monetary Stability, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39.
- Persson, Torsten e Tabellini, Guido** (1994) (eds.), *Monetary and Fiscal Policy – vol. 1, Credibility*, The Mit Press.
- Persson, Torsten e Tabellini, Guido** (1997), Political Economics and Macroeconomic Policy, *Preparado para Taylor, J. e Woodford (eds.), Handbook of Macroeconomics*.
- Phelps, E.** (1968), Money-wage Dynamics and Labour Market Equilibrium, *Journal of Political Economy*, 76, August, pp. 678-711.
- Pina, Álvaro M.** (1998), Can Conservatism Be Counterproductive? Delegation and Fiscal Policy in a Monetary Union, *Ministério das Finanças (Portugal), Documentos de trabalho n.º 5*, Janeiro.
- Pollard, Patricia** (1993), Central Bank Independence and Economic Performance, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 75, Julho / Agosto, pp. 21-36.
- Posen, Adam** (1993a), Central Bank and Politics, *Amex Bank Review*, 20, n.º 9.
- Posen, Adam** (1993b), Why Central Bank Independence Does Not Cause Low Inflation: There Is No Institutional Fix For politics, in: Sylvester C.W. Eijffinger (ed.), *Independent Central Banks and Economic Performance*, Lyme, US: Edward Elgar.
- Posen, Adam** (1995), Declarations are not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence, *NBER Macroeconomics Annual*, pp. 253-274.
- Posen, Adam** (1997), Monetary Transparency in a Time of Change, *Institute for International Economics*, comunicação apresentada em *The National Association of Business Economists – Annual Meeting*, Setembro.
- Posen, Adam** (1998), Central Bank Independence and Disinflationary Credibility: A Missing Link?, *Oxford Economic Papers*, 50, pp. 335-359.
- Prast, Henriëtte M.** (1996a), Commitment Rather than Independence: An Institutional Design for Reducing the Inflationary Bias of Monetary Policy, *Kyklos*, 49 (3), pp. 377-405.
- Prast, Henriëtte M.** (1996b), Inflation, Unemployment and the Position of the Central Bank: The Opinion of the Public, *Banca Nazionale del Lavoro – Quarterly Review*, 199, Dezembro, pp. 415-454.

**Prast**, Henriëtte M. (1997), Comment on: Central Bank Independence in Practice – an International Comparison, *comunicação apresentada numa conferência organizada pelo Banco Central da Áustria*, Maio.

**Reserve Bank of New Zealand** (1989), A Brief Guide to the Reserve bank of New Zealand Act 1989, *New Zealand*.

**Rogoff**, Kenneth (1985), The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target, *Quarterly Journal of Economics*, 100, pp. 1169-1190.

**Romer**, Christina D. e **Romer**, David H. (1996), Institutions for Monetary Stability, *NBER Working Paper n.º 5557*, Maio.

**Santos**, A. Carlos dos (1995), Princípios Rectores da Estruturação do Futuro Sistema Europeu de Bancos Centrais, in: *livro de jubileu de Prof. Francisco Pereira de Moura*, Lisboa.

**Sargent**, N. J. e **Wallace**, N. (1981), Some Unpleasant Monetarist Arithmetic, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5, pp. 1-17.

**Schaling**, Eric (1995), *Institutions and Monetary Policy - Credibility, Flexibility and Central Bank Independence*: Edward Elgar, Vermont, US.

**Schaling**, Eric; **Hoeberichts**, Marco e **Eijffinger**, Sylvester (1998), Incentive Contracts for Central Bankers under Uncertainty: Walsh-Svensson non-Equivalence Revisited, *Discussion Paper, CentER for Economic Research, Tilburg University*, The Netherlands, Janeiro, pp. 1-25.

**Schelling**, Thomas C. (1982), Establishing Credibility: Strategic Considerations, *American Economic Review*, 72 (2), pp. 77-80.

**Schiemann**, Juergen (1997), Central Bank Autonomy, Reputation and Economic Performance, *mimeo*, Hamburg.

**Sikken**, Bernd Jan e **De Haan**, Jakob (1998), Budget Deficits, Monetization, and Central-bank Independence in Developing Countries, *Oxford Economic Papers*, 50, pp. 493-511.

**Skandland**, Hermod (1984), The Central Bank and Politics Authorities in Some Industrial Countries, *Oslo, Norges Bank*.

**Svensson**, Lars E. O. (1996), Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets, *Bank of England, working paper series n.º 56*, November.

**Svensson**, Lars E. O. (1997a), Price Level Targeting vs. Inflation Targeting: A Free Lunch?, *Institute for International Economic Studies, Stockholm University*, mimeo, August.

- Svensson**, Lars E. O. (1997b), Inflation Targeting in an Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting?, *Institute for International Economic Studies, Stockholm University*, mimeo, November.
- Svensson**, Lars E. O. (1997c), Open-Economy Inflation Targeting, *Institute for International Economic Studies, Stockholm University*, mimeo, November.
- Svensson**, Lars E. O. (1997d), Optimal Inflation Targets, 'Conservative' Central Banks, and Linear Inflation, *American Economic Review*, 87, pp. 98-114.
- Svensson**, Lars E. O. (1998), Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule, *Institute for International Economic Studies, Stockholm University*, mimeo, Agosto.
- Tabellini**, Guido (1988), Centralized Wage Setting and Monetary Policy in a Reputational Equilibrium, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 20 (1), February, pp. 102-118.
- Taylor**, John B. (1982), Establishing Credibility: A Rational Expectations Viewpoint, *American Economic Review*, 72 (2), pp. 81-85.
- Taylor**, John B. (1983), Comments on 'Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy', *Journal of Monetary Economics*, 12, pp. 123-125.
- Thompson**, Earl (1981), Who Should Control the Money Supply, *The American Economic Review Papers and Proceedings*, pp. 356-61.
- van Aarle**, Bas; **Bovenberg**, Lans e **Raith**, Matthias (1995), Monetary and Fiscal Policy Interaction and Government Debt Stabilization, *Discussion Paper, CentER for Economic Research, Tilburg University, The Netherlands, Janeiro*.
- Vickers**, J. (1986), Signalling in a Model of Monetary Policy with Incomplete Information, *Oxford Economic Papers*, 38, pp. 443-455.
- Von Hagen**, Jürgen e **Süppel**, Ralph (1994), Central Bank Constitutions for Monetary Unions, *CEPR Discussion Paper n.º 919*, Março.
- Waller**, Christopher (1989), Monetary Policy Games and Central Bank Politics, *Journal of Money, Credit and Banking*, 21 (4), Novembro, pp. 422-431.
- Waller**, Christopher (1992a), The Choice of a Conservative Central Banker in a Multisector Economy, *The American Economic Review*, 82 (4), Setembro, pp. 1006-1012.
- Waller**, Christopher (1992b), A Bargaining Model of Partisan Appointments to the Central Bank, *Journal of Monetary Economics*, 29, pp. 411-428.
- Waller**, Christopher (1995), Performance Contracts for Central Bankers, *Federal Reserve Bank of St. Louis*, 77, pp. 3-14.

**Waller**, Christopher e **Walsh**, Carl E. (1996), Central Bank Independence, Economic Behavior, and Optimal Term Lengths, *The American Economic Review*, 86 (5), Dezembro, pp. 1139-1153.

**Walsh**, Carl E. (1995a), Optimal Contracts for Central Bankers, *The American Economic Review*, 85 (1), Março, pp. 150-167.

**Walsh**, Carl E. (1995b), When Should Central Bankers Be Fired?, *University of California, Santa Cruz, mimeo*, Agosto, pp. 1-19.

**Walsh**, Carl E. (1995c), Recent Central-Bank Reforms and the Role of Price Stability as the Sole Objective of Monetary Policy, *NBER Macroeconomics Annual 1995*, pp. 239-252.

**Walsh**, Carl E. (1995d), Central Bank Independence and the Short-Run Output-Inflation Trade-off in the European Community, in: Barry Eichengreen, Jeffrey Frieden e Jürgen von Hagen (eds.), *Monetary and Fiscal Policy in an Integrated Europe*, Berlin, Heidelberg and New York: Springer-Verlag.

**Walsh**, Carl E. (1996a), Accountability in Practice: Recent Monetary Policy in New Zealand, *Federal Reserve Bank of St. Louis – Economic Letter n.º 96-25*, Setembro.

**Walsh**, Carl E. (1996b), Announcements, Inflation Targeting and Central Bank Incentives, *University of California, Santa Cruz, mimeo*, Outubro, pp. 1-24.

**Walsh**, Carl E. (1997a), Accountability, Performance Measures, and Inflation Targeting, *University of California, Santa Cruz, mimeo*, Novembro, pp. 1-33.

**Walsh**, Carl E. (1997b), Market Discipline and Monetary Policy, *University of California at Santa Cruz, mimeo*, Dezembro.

**Walsh**, Carl E. (1998), *Monetary Theory and Policy*, The MIT Press, (*a ser publicado*).

**Weintraub**, R. (1978), Congressional Supervision of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics*, 4, pp. 341-362.

**Welfens**, Paul J. (ed.) (1991), *European Monetary Integration – From German Dominance to an E.C. Central Bank?*, Heidelberg, Berlin: Springer-Verlag.

**Willett**, T. (1988), *Political Business Cycles – The Political Economy of Money, Inflation and Unemployment*, Durham, NC: Duke University Press.

**Wooley**, John T. (1984), *Monetary Politics – The Federal Reserve and the Politics of Monetary Policy*, Cambridge, Cambridge University Press.

**Wyatt**, G. J. (1997), Inference from Partial Orders: Central Bank Independence and Inflation, *Department of Economics – Heriot-Watt University, Edinburgh, U.K.*, Fevereiro.

**Fontes legais consultadas sobre os Bancos Centrais que constituíram a amostra usada neste trabalho:**



- Alemanha:** Deutsche Bundesbank Banking Act, 1998.
- Argentina:** Carta Organica del Banco Central de La República Argentina (Ley 24.144 de 23/09/92, com emendas de Decreto 1860 (13/10/92) e Art. 2.º de la Ley 42.485 de 05/04/95).
- Austrália:** Reserve Bank Act of Australia 1959, with amendments of 1997.
- Bélgica:** Law of 22 February 1998, establishing the Organic Statute of The National Bank of Belgium.
- Canadá:** Bank of Canada Act, December 1997.
- Chile:** Ley Orgánica Constitucional de 10/11/89, com ementas ultimas de 11/02/91.
- Coreia:** The Bank of Korea Act (01/04/98).
- Dinamarca:** The National Bank of Denmark, (Act, By-Laws, etc.), 1937 with amendments.
- Espanha:** Legislación Básica (Ley de Ordenacion Bancaria: Ley de 31 de diciembre de 1946, com varias ementas: Ley 12/1998 (28/04/98).
- Estados Unidos da América:** Federal Reserve Bank Act of the United States of America, in: *The Federal Reserve System – Purposes and Functions*, Board of Governors of the FED, Washington, D.C., 1994.
- Finlândia:** Act on The Bank of Finland, 214/98 (27/03/98) (entrando em vigor em 01/05/98, alterou o ‘New Act on the Bank of Finland, 719/97’).
- França:** Statute of the Banque De France (que vigorará a partir de 01/01/99).
- Holanda:** Bank of Netherlands Act of the 9th April 1998.
- Hungria:** Act LX of 1991 on the National Bank of Hungary (as amended by the Acts of LXIX of 1991, LXX of 1992, IV of 1994, CV of 1995, CXXIX of 1996, CXLVI of 1997 and CLVIII of 1997).
- Irlanda:** Central Bank Acts 1942 to 1998.
- Islândia:** The Central Bank of Iceland Act (Act n.º 36: 05/05/86), with amendments.
- Japão:** The Bank of Japan Law (promulgated on June 11, and to be enforced on April 1, 1998).
- Luxemburgo:** Loi du 22 avril 1998



- México:** Law of The Bank of Mexico (enforced on 01/04/94).
- Noruega:** Norges Bank Act (Act May 24, 1985 on Norges Bank and the Monetary System).
- Nova Zelândia:** The Reserve Bank Act of New Zealand Act 1989.
- Portugal:** Lei Orgânica do Banco de Portugal, aprovada pelo decreto-Lei n.º 337/90, de 30/10 e alterada por Decreto-Lei n.º 231/95, de 12/09; Lei n.º 3/96, de 05/02 e ainda Lei n.º 05/98, de 31/01.
- Reino Unido:** Bank of England Act 1998.
- República Checa:** Act on The Czech National Bank (of December 17th, 1992) – Act 6/1993
- Suécia:** Riksbank Act 1998 (to be enforced on 01/01/99).
- Suíça:** Swiss National Bank Law of December 23, 1953, and amended on December 15, 1978 and on June 20, 1997.
- Turquia:** The Law on The Central Bank of the Republic of Turkey, August 1996.
- Banco Central Europeu:** referência já feita como 'Estatutos do SEBC e do BCE'.