

A economia do banco central*

Alex Cukierman**

Sumário: 1. Introdução; 2. Justificativa da independência do banco central; 3. Índices da independência do banco central: sua utilidade e limitações; 4. A independência do banco central e o desempenho da economia; 5. Determinantes da independência do banco central; 6. Prestação de contas e os melhores contratos para as administrações de bancos centrais; 7. Metas nominais; 8. Estabilidade de preços, estabilidade financeira e a supervisão das instituições financeiras; 9. Os novos bancos centrais das ex-economias socialistas; 10. O Banco Central Europeu e a economia política da união monetária; 11. Incerteza quanto a instrumentos e incerteza quanto à estrutura da economia.

Palavras-chave: independência do banco central; desempenho da economia; índices de independência; independência legal e de fato; independência de políticas e independência econômica; metas nominais; ex-economias socialistas; união monetária; níveis de incerteza.

Este artigo faz um amplo levantamento da evolução ocorrida na pesquisa teórica e empírica sobre a independência do banco central, seu grau, interação com o governo e o efeito dessa independência sobre a economia. O artigo trata de questões sobre a condução do banco central em economias desenvolvidas e em desenvolvimento, além de abordar os problemas enfrentados pelas ex-economias socialistas e as barreiras a serem superadas na caminhada para a unidade monetária europeia. São analisados alguns efeitos recentes da incerteza quanto aos instrumentos e quanto à estrutura da economia sobre a escolha das políticas.

This paper is a broad survey of recent developments in both theoretical and empirical research on the meaning of central banking independence, its measurement, the interaction with the government, and the effect of this independence on the performance of the economy. It also addresses central banking issues that are relevant for developed as well as for developing economies, and discusses the problems faced by the former socialist economies and the barriers to be overcome in the road to monetary union in Europe. Finally, it analyzes some recent effects of instrument uncertainty and uncertainty about the structure of the economy on policy choices.

1. Introdução

Desde 1989, 24 países em diferentes partes do mundo reforçaram substancialmente a independência legal de seus bancos centrais.¹ Essa tendência é particularmente digna de nota

* Artigo recebido em maio e aprovado em ago. 1996.

** Escola de Economia, Universidade e Centro de Tel-Aviv, Universidade de Tilburg. O autor gostaria de agradecer, sem comprometê-los, a Francesco Lippi, Robert Scharrenborg, Yossi Spiegel, Lars Svensson e aos participantes da sessão sobre a economia do banco central no XI Congresso Mundial da Associação Internacional de Economia, em Túnis, Tunísia.

¹ Os países foram: Bélgica, Espanha, França, Itália, Portugal e Nova Zelândia, no grupo das economias industrializadas; Argentina, Chile, Colômbia, México, Venezuela e Paquistão, no grupo das economias em desenvolvimento (que não são egressos do socialismo); e Bielarus, Cazaquistão, Estônia, Letônia, Rússia, Ucrânia, Bulgária, Eslováquia, Eslovênia, Hungria, Polônia, República Tcheca e Romênia, no grupo dos países egressos do socialismo. Muitos desses países revisaram a fundo as cartas-patentes de seus bancos centrais. Mais detalhes aparecem no capítulo 4 de Maxfield (1995).

quando se tem em mente que, nos 40 anos anteriores, as mudanças na legislação do banco central (BC) foram relativamente raras.² Ao mesmo tempo, ocorreu um impulso extraordinário na pesquisa teórica e empírica sobre o significado da independência do banco central (IBC), o seu grau, a interação do governo com o BC, o efeito da IBC sobre o desempenho da economia, a forma dos melhores contratos para a presidência do BC, o funcionamento de metas nominais e os determinantes mais profundos da IBC. Este artigo é um levantamento amplo dos avanços ocorridos nessa área, que cresce em ritmo acelerado. Trata de questões relativas à condução do banco central que são relevantes para as economias desenvolvidas e em desenvolvimento. Embora apresente os resultados formais e informais das pesquisas na área, o artigo está escrito de forma acessível ao grande público.

A tendência recente rumo à IBC deve-se à confluência de diversos fatores em diferentes partes do mundo. Subjacente está o aumento da procura pela estabilidade de preços, devida a dois fatores principais. Primeiro, em seguida à estagflação dos anos 70 e ao desempenho econômico adverso de alguns países de inflação elevada na América Latina e em outras regiões, a postura convencional relativa à inflação e ao crescimento real mudou. Se nos anos 60 se aceitava a idéia, na linha do dogma keynesiano, de que certa inflação favorece o crescimento, nos anos 80 e 90 predominou a opinião de que a inflação e as incertezas a ela associadas retardam o crescimento. O bom desempenho de alguns países de inflação baixa, como a Alemanha e o Japão, reforçaram esse ponto de vista. Segundo, o rápido crescimento e a internacionalização dos mercados de capitais aumentaram a importância da estabilidade de preços na medida em que os governos e os investidores privados procuraram melhorar seu acesso aos mercados financeiros mundiais em expansão.³

Por que tantos países preferiram demonstrar o seu compromisso com a estabilidade de preços, reforçando a IBC em vez de usar outros meios? São diversas as razões. Primeiro, o colapso de outras instituições desenvolvidas para salvaguardar a estabilidade nominal, como o Sistema Monetário Europeu (SME) e o Sistema de Bretton Woods, intensificou a procura por instituições alternativas. Segundo, o bom desempenho passado do altamente independente Bundesbank demonstrou que a IBC pode funcionar como um dispositivo efetivo de garantia da estabilidade nominal. Terceiro, a aceitação do Tratado de Maastricht pela Comunidade Econômica Européia (CEE) implica que, para se amoldarem ao tratado, muitos países da comunidade têm de fortalecer a independência de seus bancos centrais como pré-condição para o ingresso na União Monetária Européia (UME), se de alguma maneira e em algum momento essa união vier a se concretizar. O fato de essa cláusula ter sido introduzida antes das demais no tratado tem a ver com o bom desempenho do Bundesbank e com a posição central da Alemanha na comunidade. Quarto, após o êxito recente na estabilização da inflação, sobretudo na América Latina, os formuladores de políticas estão buscando mecanismos institucionais capazes de reduzir a probabilidade de inflação alta e persistente no futuro. Dada a experiência recente, o fortalecimento da IBC é o caminho natural para a consecução desse objetivo. Quinto, o fortalecimento da IBC (e em muitos casos a criação de um BC do tipo ocidental) nos países ex-socialistas faz parte da sua tentativa mais abrangente de criar a estrutura institucional necessária para o funcionamento ordenado da economia de mercado. O fato de muitos desses novos bancos centrais serem bastante independentes (pelo menos do ponto de vista

² Detalhes sobre mudanças em legislações de bancos centrais antes de 1989 aparecem no apêndice ao capítulo 19 de Cukierman (1992).

³ Essa hipótese é desenvolvida e pesquisada em Maxfield (1995).

legal) é sem dúvida motivado pelos exemplos recentes das economias industrializadas, que sugerem que inflação e independência legal se relacionam negativamente e que independência e crescimento ou se relacionam positivamente ou não se relacionam.

Apesar dessa tendência, a idéia de bancos centrais altamente independentes e conservadores, voltados somente ou principalmente para a estabilidade de preços, enfrentou contestações. Argumentava-se que, quando a IBC é muito alta, não se pode usar a política monetária para estabilizar a produção. Debele e Fischer (1994), por exemplo, argumentam que a perda de produção por unidade de redução da inflação (o chamado coeficiente de sacrifício) é maior na Alemanha do que nos EUA. Eles concluem, portanto, que o grau de independência do Bundesbank é excessivo. Em sentido mais amplo, o debate atual entre os defensores de bancos centrais altamente independentes e conservadores e bancos um pouco mais flexíveis e independentes, mas que prestam contas de seus atos e *também* se envolvem em políticas de estabilização, faz ecoar o antigo debate entre keynesianos e monetaristas. Só que o debate atual se concentra na escolha de instituições e não na escolha de políticas e, o que é mais importante ainda, reconhece que a política monetária é endógena e sujeita a influências políticas.

Este artigo está organizado, além desta, em mais 10 seções. A seção 2 examina a justificativa intelectual da IBC. A seção 3 apresenta e discute as vantagens e desvantagens relativas das medidas existentes de independência legal e de três medidas orientadas para o comportamento da independência de fato em economias industrializadas e em desenvolvimento. A seção 4 resume os dados existentes que apontam para a relação entre esses índices e o desempenho da economia no que diz respeito a inflação, acomodação, crescimento, coeficiente de sacrifício, investimento, crescimento de produtividade, flutuações econômicas e taxas de juro. A seção 5 estuda as hipóteses recentes sobre os determinantes da IBC e discute os dados preliminares relativos a essa questão. A seção 6 apresenta e avalia a recente literatura teórica sobre o melhor contrato para os presidentes de BC. A seção 7 detém-se na justificativa das metas nominais ou âncoras, comparando entre si três metas nominais: monetárias, cambiais e para a inflação. A seção 8 analisa o que a sabedoria convencional ensina sobre possíveis *trade-offs* entre estabilidade financeira e estabilidade de preços, e discute os prós e os contras de se atribuir ao BC autoridade para supervisionar o sistema financeiro. A seção 9 apresenta e discute alguns problemas particulares encontrados pelos novos bancos centrais nas ex-economias socialistas. A seção 10 discute os aspectos econômicos e políticos que se interpoem à caminhada da unidade monetária europeia (UME). A seção 11 faz uma breve análise de alguns efeitos recentes da incerteza quanto aos instrumentos e quanto à estrutura da economia sobre a escolha das políticas.

2. Justificativa da Independência do banco central

A justificativa intelectual da IBC apóia-se em dois pilares, um teórico e outro empírico. A justificativa teórica está enraizada na idéia de que o dinheiro é neutro no longo prazo e de que o longo prazo se encurta quando se usa freqüentemente a política monetária de forma equivocada para a consecução de objetivos reais. Aqui "longo prazo" refere-se ao tempo que levam as expectativas inflacionárias para se ajustar e se refletir nos contratos nominais dos mercados de trabalho e financeiros.

A justificativa teórica

A curto prazo, pode-se usar a expansão monetária para a consecução de vários objetivos reais, como taxas de juro baixas, elevação do nível da atividade econômica e do emprego, financiamento da senhoriação do orçamento do governo e prevenção de crises financeiras. Da mesma forma, pode-se usar a depreciação da taxa de câmbio nominal para, temporariamente, melhorar a conta corrente do balanço de pagamentos. Embora os formuladores de políticas não gostem de inflação, eles em geral estão dispostos a aceitá-la em pequenas doses para conseguir um ou mais desses objetivos. Portanto, quando a política monetária é conduzida de maneira discricionária, o público antecipa racionalmente essa taxa de inflação e a embute nos contratos nominais dos salários e dos mercados de capitais.

Em razão dessa "atitude preventiva" por parte do público, os formuladores de políticas terão de inflacionar apenas para manter o equilíbrio real que surgiria sob um compromisso de inflação zero. Resumindo, esta é a intuição básica da conhecida incoerência dinâmica da política monetária, apontada pela primeira vez por Kydland e Prescott (1977) e elaborada em Barro e Gordon (1983). Ela implica que, em condições discricionárias, a política monetária fica sujeita a vieses inflacionários abaixo do ponto ótimo na presença de um ou mais dos motivos acima citados para a expansão monetária.⁴

A observação empírica de que, na maioria das vezes, as taxas de inflação em todos os países são positivas é coerente com a noção de que a política monetária normalmente está sujeita a vieses inflacionários. Os motivos para a expansão monetária podem variar entre países e grupos de países. As considerações de emprego são relativamente mais importantes nos países industrializados e a senhoriação ou o financiamento dos déficits orçamentários são relativamente mais importantes nas economias em desenvolvimento. O motivo da receita (no que tange ao governo) para a expansão monetária é importante sobretudo nos países em desenvolvimento com acesso limitado aos mercados de capitais internacionais. Mas, em última instância, todos os motivos conduzem ao viés inflacionário. É possível evitar ou diminuir esse viés, por meio da delegação da política monetária a bancos centrais que detenham a liberdade de escolher a política monetária e que se preocupem apenas ou principalmente com a estabilidade de preços.⁵

A justificativa empírica

A justificativa empírica da IBC fundamenta-se no volume crescente de dados empíricos que mostram que, na média, os países com bancos centrais mais independentes têm taxas mais baixas de inflação e as mesmas taxas, ou mais elevadas ainda, de crescimento da produção *per capita*. Muitos dos estudos existentes concentram-se nas economias industrializadas e usam índices de independência legal como variáveis substitutas da independência de fato. Como o cumprimento da lei nesses países é relativamente alto, a independência legal é

⁴ Uma discussão intuitiva mais completa desse mecanismo aparece no capítulo 2 de Cukierman (1992). Os capítulos 3-5 e 7 apresentam uma análise mais estruturada da escolha da política monetária quando estão em jogo vários fatores que contribuem para a expansão monetária.

⁵ Esse tipo de administração de BC é chamado com frequência de administração conservadora de BC de Rogoff (1985). A delegação de autoridade a essa administração de BC reduz o viés inflacionário, mas impede a utilização da política monetária para a estabilização dos choques reais para a produção. Estas questões serão discutidas de forma mais completa na seção 6.

uma variável substituta razoável da independência de fato no caso das democracias industrializadas. Por outro lado, o cumprimento da lei na maioria dos países em desenvolvimento é relativamente insatisfatório. Daí, usar-se para esses países variáveis substitutas orientadas mais para o comportamento da (falta de) independência, como a rotatividade dos presidentes do BC e a vulnerabilidade do seu cargo a mudanças políticas.⁶

Quando se usam os índices apropriados de independência para cada grupo de países, constata-se que a inflação e a IBC se relacionam negativamente. Esse resultado é condizente com o tipo de índice legal usado para as economias desenvolvidas e com o tipo de índice comportamental usado para os países em desenvolvimento. Mas, além desses resultados econométricos, a justificativa da IBC também se fundamenta no excelente desempenho em matéria de estabilidade nominal de bancos centrais que desfrutam de elevado grau de independência legal, como o Bundesbank e o Banco Nacional da Suíça.

O volume de dados existentes apóia o ponto de vista segundo o qual, no caso dos países industrializados, não existe ligação entre independência legal e crescimento econômico. Já para os países menos desenvolvidos (PMD) se verifica, *ceteris paribus*, uma associação positiva entre crescimento e medidas comportamentais de IBC.

Qual a efetividade da independência legal?

Significam esses resultados que um país pode garantir a estabilidade de preços com o fortalecimento da independência legal de seu BC? Como ficará claro do restante deste levantamento, a resposta a essa pergunta é “não necessariamente” — e por várias razões. Primeiro, níveis mais altos de independência legal nem sempre se traduzem em níveis correspondentes de independência *de fato*. Obviamente, é mais provável que o fortalecimento da IBC consiga a estabilidade de preços em países em que se aplicam as leis com maior seriedade. Segundo, na presença de mercados de capitais restritos e de déficits orçamentários, a independência legal talvez não baste para impedir que governos famintos de senhoriagem mergulhem nas caixas-fortes do BC.

Não obstante, uma independência legal razoavelmente alta do BC é o primeiro passo útil para a construção do clima institucional necessário à independência de fato. A independência legal não garante a independência de fato, mas lhe abre as portas quando se satisfazem outras condições complementares. Por outro lado, sem independência legal, o BC certamente se tornará dependente das autoridades políticas. Em resumo, a independência legal é condição necessária mas não suficiente para se ter um BC verdadeiramente independente.

3. Índices da Independência do banco central: sua utilidade e limitações

O trabalho empírico sistemático sobre as relações entre a IBC e o desempenho da economia só se tornou possível após o desenvolvimento de índices estruturados da independência na segunda metade da década de 80 e no início da de 90. Os primeiros índices basearam-se, em sua maioria, no número de atributos legais das leis do BC e eram limitados às economias industrializadas. O trabalho subsequente estendeu a cobertura dos índices le-

⁶ A apresentação detalhada dos vários índices e de suas relações com o desempenho econômico aparece nas seções 3 e 4.

gaís aos PMD e tentou gerar índices de independência mais orientados para o comportamento. Entre esses, encontram-se índices da independência baseados em questionário, na rotatividade real dos presidentes do BC e na vulnerabilidade do cargo de presidente às mudanças políticas.

Como é do pleno conhecimento dos formuladores de políticas monetárias e dos economistas monetaristas, a IBC de fato depende de inúmeros fatores formais e informais, alguns dos quais é difícil quantificar de maneira sistemática. Por conseguinte, os índices existentes são indicadores de independência incompletos e cheios de ruído. Isso não significa que não contenham informações, mas implica que, sempre que possível, o seu uso deverá ser suplementado pela crítica no contexto do problema em consideração. Em particular, alguns índices são mais apropriados para certos propósitos que outros. Assim, é mais provável que a independência legal constitua uma variável substituta razoável para a independência de fato nos países desenvolvidos (PD) do que nos PMD, porque o nível geral de obediência à lei no primeiro grupo é mais alto. Além do mais, em certos casos, diversos índices combinados podem ser úteis para a formação de uma imagem mais completa, uma vez que apreendem diferentes aspectos da independência.

Os índices legais de independência apresentam a vantagem da maior probabilidade de serem exógenos em relação à economia. Mas, devido ao seu pequeno grau de variação ao longo do tempo (pelo menos até 1989), geralmente explicam pouco o desenvolvimento das variáveis econômicas *dentro* dos países. Já os índices mais orientados para o comportamento, como a rotatividade dos presidentes do BC, se correlacionam de maneira mais forte com os desenvolvimentos econômicos reais, mas, infelizmente, é provável que sejam mais afetados pela causalidade inversa.

Os índices legais da IBC

O pioneirismo na tentativa de codificar a IBC legal para um subconjunto de economias industrializadas deveu-se a Bade e Parkin (1980, 1985). Alesina (1988, 1989) ampliou essa codificação dentro do grupo de economias industrializadas. O índice concentra-se em questões como: Tem o BC autoridade final sobre a política monetária? Existem funcionários do governo na diretoria do BC? Mais da metade dos membros da diretoria de políticas do banco é nomeada pelo governo?

Grilli, Masciandaro e Tabellini (1991) apresentam um índice que consiste em duas partes: independência de políticas e independência econômica. Esse índice cobre a maioria dos países industrializados.

Além das questões acima, a primeira parte do índice focaliza os procedimentos de nomeação dos altos funcionários do BC, a duração do seu mandato e a existência de requisitos regulamentares que impõem ao banco a perseguição da meta da estabilidade monetária. A segunda parte concentra-se no grau em que a lei veda ao banco central emprestar ao governo e na questão de se a supervisão do sistema bancário se encontra parcial ou totalmente sob a autoridade do BC. O último ponto se baseia no pressuposto de que o BC que não tem a seu cargo a supervisão do sistema bancário pode mais facilmente concentrar-se na estabilidade de preços.

Eijffinger e Schaling (1992, 1993) construíram, para 12 países industrializados, um índice focalizado em três questões: a localização da responsabilidade final pela política financeira; a ausência ou a presença de funcionários do governo na diretoria do BC; e a proporção

da diretoria nomeada pelo governo. Eijffinger e Schaling trabalham com o pressuposto de que a localização da responsabilidade última pela política monetária é de particular importância para o índice, atribuindo peso duplo às leis de bancos centrais em que apenas o BC tem autoridade sobre a política monetária.

Cukierman (1992, cap. 19) e Cukierman, Webb e Neyapti (1992) apresentam um índice de independência legal para todos os países industrializados e para até 50 economias em desenvolvimento em uma base unificada. Esse índice é construído a partir de 16 características legais básicas de cartas-patentes de bancos centrais, divididas nos seguintes quatro grupos:

- a) a nomeação, demissão e duração legal do mandato do principal funcionário executivo do banco (normalmente o presidente);
- b) a localização institucional da responsabilidade final pela política monetária e os procedimentos para a resolução de conflitos entre o governo e o BC;
- c) a importância da estabilidade de preços em comparação com outros objetivos, como nível elevado de emprego e estabilidade financeira;
- d) o rigor e a universalidade das limitações da capacidade do governo de tomar empréstimos do BC, a taxas de mercado ou subsidiadas, ou de instruir o BC a emprestar a terceiros.

O índice cobre o período de 1950-89, sendo apresentado para os quatro subperíodos que correspondem aproximadamente às quatro décadas incluídas no período. A divisão em subperíodos revela que a independência legal média e seus componentes variaram muito pouco na maioria dos países entre 1950 e 1980.

A correlação entre os diferentes índices legais, para os países e períodos comuns, é positiva, embora nem sempre seja grande. Isso reflete a diferença de avaliação dos diversos autores sobre a importância relativa de disposições legais específicas para a independência legal global. De modo geral, todos os índices colocam os mesmos países nos pontos superior e inferior da escala da independência legal, diferindo na ordenação dos casos intermediários. Uma discussão mais detalhada dos vários índices legais e de suas inter-relações aparece em Eijffinger e Haan (1995).

A independência com base em questionário

Cukierman (1992:386) e Cukierman, Webb e Neyapti (1992) produziram um índice de independência baseado em questionário para 24 países nos anos 80. Esse índice é particularmente útil para a identificação de discrepâncias substanciais entre a prática de fato e a letra da lei. O índice baseado em questionário foi construído a partir das respostas às seguintes questões:

- a) Qual a sobreposição entre o mandato dos altos funcionários do BC e o governo central?
- b) Até que ponto vigoram na prática as limitações do governo relativas à tomada de empréstimos no BC?
- c) Na prática, em favor de quem se resolvem os conflitos entre o governo e o BC?

- d) Quem determina o orçamento do BC, os salários de seus altos funcionários e a distribuição de seus lucros?
- e) Existem metas quantitativas de estoque monetário?
- f) Existem metas de taxas de juro formais ou informais?

Como as respostas a esses questionários tiveram a chancela de funcionários qualificados em vários bancos centrais, pode-se argumentar que, na média, suas respostas tendem a apresentar seus respectivos bancos como mais independentes do que na realidade são. Mesmo que isso na verdade aconteça, essa tendência não distorce necessariamente a classificação *relativa* dos bancos centrais, a não ser que os funcionários de alguns bancos sejam mais suscetíveis a esses vieses. A correlação entre o índice de independência baseado em questionário e a independência legal é relativamente pequena, sugerindo que os dois índices apreendem dimensões diferentes da independência. O índice baseado em questionário dá um passo à frente rumo à incorporação do comportamento de fato no índice da IBC. No entanto, ele se baseia em *juulgamentos* sobre comportamento, e não sobre o comportamento de fato. Os dois índices seguintes se baseiam no comportamento de fato.

A rotatividade dos presidentes do banco central

As leis do BC não especificam os limites da sua autoridade para todas as contingências possíveis, deixando muito espaço para interpretações. Mesmo quando a lei é relativamente explícita, fatores como tradição, personalidades e políticas de poder podem afetar de fato a IBC. Um exemplo marcante é a Argentina, antes da reforma de 1991. Até aquela data, a duração legal do mandato do presidente do BC era de quatro anos. Mas vigorava também uma tradição informal pela qual o presidente tinha de apresentar sua demissão na eventualidade de mudança de governo, e às vezes até mesmo no caso da queda do ministro da Fazenda. Como consequência, o mandato médio dos presidentes do BC argentino nos anos 80 foi de 10 meses, e não de quatro anos. O caso extremo da Argentina sugere que, pelo menos acima de certo limiar, a rotatividade dos presidentes do BC é uma variável substituta para a (falta de) independência de fato.

A baixa rotatividade não implica necessariamente níveis altos de independência — um presidente relativamente subserviente pode durar no cargo exatamente porque não oferece resistência ao Executivo. Isso pode ser verdade para países com taxas de rotatividade relativamente baixas, como a Islândia, o Reino Unido e os EUA. Nesses países, a rotatividade provavelmente não se correlaciona com a independência. Por outro lado, é bem possível que, acima de certo limiar crítico, a IBC diminua à medida que a rotatividade aumenta, e isso por pelo menos duas razões. Primeiro, para taxas de rotatividade suficientemente altas, o mandato do presidente é mais curto do que o do Poder Executivo, o que o torna mais suscetível a pressões políticas. Segundo, para mandatos muito curtos, como três anos ou menos (taxas de rotatividade de 0,33 ou maiores), geralmente é mais difícil implementar políticas de longo prazo, como estabilidade de preços, em razão dos hiatos longos e variáveis entre moeda e preços.

No período de 1950-80, a rotatividade mais alta nos países industrializados foi de 0,2, situando-se dois terços acima disso nos PMD e alcançando o máximo de 0,93 na Argentina

(Cukierman, 1992:384). Partindo desse fato, Cukierman (1992) e Cukierman, Webb e Neyapti (1992) concluíram que a rotatividade é uma variável substituta razoável para a (falta de) IBC nos PMD. A segunda referência contém também a divisão dos dados da rotatividade em quatro subperíodos, que correspondem aproximadamente às quatro décadas entre 1950 e 1989.

A vulnerabilidade política do presidente do banco central

Esta medida baseia-se na propensão dos presidentes de bancos centrais a perderem seus cargos logo em seguida a transições políticas. Formalmente, define-se a vulnerabilidade política do BC como a proporção das mudanças de presidentes de bancos centrais ocorridas no período de seis meses (ou de um mês) em seguida a uma transição política. A vulnerabilidade é um índice de influência política bruta sobre o BC. Para alguns países, como os EUA, ela é zero, o que implica que não existe indício de influência política bruta para aquele país. Isso obviamente não significa que o Federal Reserve seja totalmente imune a pressões políticas. Havrilesky (1993), entre outros, documentou algumas das maneiras como essas pressões se manifestam. Mas esses canais de influência são mais sutis e deverão provavelmente, do ponto de vista lexicográfico, ser classificados sob o tipo de influência evidenciado pelo índice da vulnerabilidade. Em certo sentido, vulnerabilidade é o refinamento da variável da rotatividade, concentrando-se apenas na porção da rotatividade que ocorre logo após as transições políticas.⁷

Usando uma amostra de 67 países (20 PD e 47 PMD) entre 1950 e 1989, Cukierman e Webb (1995) concluíram que a propensão média a se substituir o presidente do BC é significativamente mais elevada logo após as transições políticas do que em outros períodos. Testes estatísticos revelam que o corte apropriado entre períodos "políticos" (em que é provável que a mudança do presidente ocorra devido à transição política imediatamente anterior) e os períodos "não-políticos" (em que é menos provável que a mudança do presidente se deva à última transição política) é de seis meses e que a rotatividade dos presidentes em períodos políticos é mais que o dobro daquela dos períodos não-políticos.

Essa conclusão é coerente com o ponto de vista de que a influência política bruta sobre o BC constituiu mais a regra do que a exceção até o final dos anos 80. Cerca de 25% de todas as transições políticas foram seguidas, dentro do período de seis meses, pela substituição do presidente do BC. Mas existem diferenças substanciais entre os grupos de países. A vulnerabilidade nos seis meses é de apenas 0,1 nos PD, sendo três vezes maior nos PMD. São também substanciais as diferenças na vulnerabilidade de acordo com o tipo de regime dos PMD. A maior vulnerabilidade média acontece nos países de "regime misto", que alternam entre regimes democráticos e autoritários (0,39), e a mais baixa nos países com regimes autoritários (0,22) continuados. O valor intermediário de 0,3 aparece nos PMD que mantêm o regime democrático durante todo o período da amostra.

A primeira tabela no apêndice de Cukierman e Webb (1995) apresenta os índices de vulnerabilidade dentro dos seis meses para cada país em dois subperíodos: 1950-71 e 1972-89. A qualidade desse índice é melhor nos países e subperíodos em que são mais numerosas as

⁷ A rotatividade é formalmente igual à frequência das transições políticas multiplicada pela vulnerabilidade mais a rotatividade não-política. Define-se este último conceito como a frequência da mudança de presidentes fora dos seis meses (ou mais de um mês) que se seguem imediatamente às transições políticas.

transições políticas. Isso se deve ao fato de, nesses casos, ser relativamente pequena a probabilidade de se classificar como política uma substituição não-política do presidente, e vice-versa. Como acontece com os outros índices, a vulnerabilidade é um indicador sujeito a ruídos, mas contém informações. Ela compartilha com a rotatividade a vantagem de se basear no comportamento de fato e a desvantagem de estar potencialmente sujeita à causalidade reversa a partir de variáveis econômicas. Sua vantagem sobre a rotatividade consiste em ser igualmente aplicável às economias em desenvolvimento e desenvolvidas. Por focalizar a relação entre a instabilidade no BC e a instabilidade política, o índice de vulnerabilidade fornece mais informações institucionais delicadas sobre a interação da classe dirigente política com BC do que a rotatividade tomada separadamente.

4. A independência do banco central e o desempenho da economia

É grande atualmente o volume de trabalhos empíricos que documentam as relações empíricas entre os índices da IBC e variáveis econômicas como inflação, crescimento, investimento, crescimento da produtividade e taxas de juro. Esta seção apresenta as principais conclusões, sem pretender ser exaustiva. Mais detalhes podem ser encontrados em Cukierman (1993) e na seção 4 de Eijffinger e Haan (1995).

A IBC e a distribuição da inflação

A maioria dos estudos que pesquisam as relações entre a distribuição da inflação e a IBC conclui que tanto a média como a variância da inflação se relacionam negativamente com as medidas de independência legal nas economias industrializadas (Grilli, Masciandaro & Tabellini, 1991; Cukierman, 1992; Alesina & Summers, 1993; Debelle & Fischer, 1994). Mas não são significativas as relações entre a distribuição da inflação e a independência legal nas economias em desenvolvimento (Cukierman, 1992, cap. 20; Cukierman, Webb & Neyapti, 1992). Pal (1993) constata que o cumprimento da lei é substancialmente mais insatisfatório nos PMD do que nas economias desenvolvidas.⁸ Daí poder-se atribuir a falta de associação entre independência legal e inflação ao fato de a independência legal ser uma variável substituta mais precária da independência de fato nos PMD ou ao fato de não existir associação entre independência de fato e inflação nesses países. Uma maneira de discriminar entre essas hipóteses é utilizar índices de comportamento da independência, como a rotatividade como medida da (falta de) independência de fato nos PMD. Quando se faz isso, emergem fortes relações positivas entre inflação e rotatividade, apoiando o ponto de vista de que a relação negativa entre a inflação e a independência de fato se estende aos PMD (Cukierman, 1992, cap. 20; Cukierman, Webb & Neyapti, 1992).⁹

Existem dados que indicam que a inflação e a instabilidade política se associam positivamente (um exemplo está em Cukierman, Edwards & Tabellini, 1992). Uma questão inte-

⁸ Mais especificamente, Pal constata que a divergência entre a duração legal e a duração de fato nos cargos de presidente de BC é substancialmente maior nos países em desenvolvimento do que nas economias desenvolvidas.

⁹ Existem indícios de uma causalidade de mão dupla entre rotatividade e inflação. Embora isso implique que parte da associação entre inflação e rotatividade se deva à causalidade da inflação em relação à rotatividade, os dados apontam também para a causalidade na direção oposta, o que apóia a afirmação do texto.

ressante é até que ponto essa associação é direta e quanto dela se deve à existência de influência política sobre o BC. Para se responder a essa questão, fez-se a regressão da inflação e do desvio-padrão da inflação para a vulnerabilidade do BC, a rotatividade não-política e diversas medidas de instabilidade política. Embora normalmente tenham apresentado coeficientes positivos, as variáveis da instabilidade política apareceram em geral como insignificantes. Mas os coeficientes da vulnerabilidade e da rotatividade política foram sempre positivos e significativos, fundamentando o ponto de vista de que uma parte não-negligenciável da inflação e de sua variabilidade se devem à influência política sobre o BC e à instabilidade no banco, e não ao efeito direto da instabilidade política sobre a distribuição da inflação (Cukierman & Webb, 1995).

Ademais, a decomposição da rotatividade em suas partes constituintes ajuda a explicar as diferenças na inflação entre economias desenvolvidas e em desenvolvimento, que talvez não tenham sido levadas em conta pela rotatividade. Usando-se separadamente os constituintes da rotatividade e tomando-se em consideração os diferentes tipos de instabilidade política, o nível de desenvolvimento não mais contribui para explicar as diferenças nos resultados da inflação.

A principal conclusão dos estudos empíricos sobre a relação entre a autonomia do BC e a distribuição da inflação é que a IBC é inversamente proporcional ao nível e à variabilidade da inflação tanto nas economias desenvolvidas quanto naquelas em desenvolvimento. No entanto, as medidas de independência usadas para se chegar a essa conclusão diferem entre os dois grupos de países. Nos países desenvolvidos, usa-se a independência legal como variável substituta para a autonomia, e nos PMD usa-se a rotatividade ou os seus dois componentes, a vulnerabilidade e a rotatividade não-política. A diferença na escolha de índices deve-se ao fato de que a independência legal é uma variável substituta insatisfatória para a independência de fato nos PMD, em razão dos desvios substanciais entre a prática de fato e a letra da lei.

Uma das regularidades empíricas mais fortes na área da inflação é a associação representativa positiva entre a inflação média e a variabilidade da inflação (Logue & Willet, 1976). Cukierman (1993, cap. 18) propõe uma explicação para essa relação, que vincula as duas variáveis à IBC. Testes recentes dessa teoria, que usam tanto índices legais quanto os de comportamento da independência, como a vulnerabilidade, mostram que cerca de 30% da forte associação entre a inflação e a sua variabilidade se devem ao seu vínculo comum com os índices existentes da IBC (Cukierman & Webb, 1995).

Funções da reação monetária e IBC

Existem relações sistemáticas entre a independência do BC e a maneira como o crescimento monetário reage aos acontecimentos na economia? Os dados aqui são relativamente escassos e um tanto embaralhados. Johnson e Siklos (1994) concluem que não existe relação sistemática entre as funções de reação monetária e independência legal em um grupo de 17 países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). Por outro lado, constatam que o tipo de regime de taxa de câmbio exerce algum efeito.

Usando uma amostra semelhante de 17 países industrializados, Cukierman, Rodriguez e Webb (1996) concluíram que, havendo um controle quanto ao tipo de regime da taxa de câmbio, a acomodação monetária dos aumentos salariais é mais baixa nos países com bancos centrais legalmente mais independentes. Não deixa de ser interessante que ela é também mais baixa em países com vínculo cambial unilateral do que em países com taxas de câmbio fle-

xíveis. Aparece ainda uma relação positiva, se bem que nem sempre significativa, entre a acomodação salarial e a vulnerabilidade política do BC. Os seus dados não apóiam o ponto de vista, implícito em Rogoff (1985), de que as políticas são menos ativistas em países com bancos centrais legalmente mais independentes.

Siklos (1994) analisa as funções de reação de cinco países em desenvolvimento que fortaleceram a independência legal de seus bancos centrais depois de 1989, e não encontrou diferenças significativas em relação àquelas de um grupo de controle em que não houve reformas nas cartas-patentes dos bancos centrais.

Crescimento e IBC

A maior parte dos dados sobre a relação entre a taxa de crescimento do PIB *per capita* e a IBC para as economias desenvolvidas mostra que não existe relação significativa entre essas duas variáveis (Grilli, Masciandaro & Tabellini, 1991; Haan & Sturm, 1994; Alesina & Summers, 1993). Isso levou Grilli et alii a concluir que a IBC é uma “refeição grátis”, uma vez que se associa com inflação mais baixa e com o mesmo nível de crescimento real. Nesses estudos, a autonomia do BC é substituída pela independência legal e o crescimento se relaciona apenas com a IBC. Contudo, De Long e Summers (1992) constatam que, quando se controla o PIB inicial, a independência legal tem efeitos positivos significativos sobre o crescimento.

Dados relativos aos PMD sugerem que, controlando-se vários outros determinantes do crescimento, surge uma relação negativa entre os índices de *comportamento* da (falta de) independência, como rotatividade e vulnerabilidade, e o crescimento, mas que a independência legal não tem efeito sobre o crescimento (Cukierman, Kalaitzidakis, Summers & Webb, 1993; Cukierman & Webb, 1995). Em resumo, o volume de dados apóia o ponto de vista de que, quando existe associação significativa entre a IBC e o crescimento, ela é positiva. É óbvio que isso não significa necessariamente que a IBC *acarreta* crescimento maior. É possível, por exemplo, que os índices de comportamento da IBC se correlacionem positivamente com políticas econômicas em geral estáveis e conducentes a um melhor desempenho econômico. Embora o conhecimento nessa área seja bastante limitado, eu ousaria conjecturar que, sobretudo nos países em desenvolvimento, parte do efeito benéfico sobre o crescimento se deve diretamente à maior independência de comportamento do BC.¹⁰

O paradigma conservador da condução do banco central de Rogoff implica a existência de um *trade-off* entre a eliminação do viés inflacionário e a política de estabilização. Debelles e Fischer (1994) comparam esse *trade-off* na Alemanha e nos EUA, focalizando a perda de produção por unidade de desinflação (o coeficiente de sacrifício) durante as recessões nesses dois países, desde o primeiro choque do petróleo. Eles constataram que, apesar da maior independência e credibilidade do Bundesbank, o coeficiente de sacrifício é maior na Alemanha do que nos EUA. E interpretaram essa constatação como prova de que, na extremidade superior da distribuição da independência, o coeficiente de sacrifício se correlaciona positivamente com a IBC.

¹⁰ Bruno e Easterly (1994) concluem que o crescimento cai de forma acentuada durante episódios de inflação elevada (acima de 40% ao ano). Quanto menor a independência do BC, maior a probabilidade de ocorrência desses episódios.

Alesina e Summers (1993) não encontram relação entre a variabilidade do crescimento da produção e a independência legal nas economias industrializadas. Usando uma amostra mais ampla de países industrializados e em desenvolvimento, Cukierman, Kalaitzidakis, Summers e Webb (1993) concluem que a variabilidade da taxa de crescimento da produção se relaciona positivamente com a rotatividade do presidente do BC. Mas, quando esses autores controlam o nível de desenvolvimento, a relação desaparece. Os dados empíricos existentes apóiam, portanto, o ponto de vista de que não existe relação entre a IBC e as flutuações na produção. Alesina e Gatti (1995) oferecem uma explicação teórica possível para essa conclusão. A idéia é que bancos centrais mais independentes reduzem apenas as flutuações da produção devidas a conjunturas políticas. Como, porém, a sua tendência de se envolver em políticas de estabilização é mais fraca, o impacto de outras fontes de flutuações sobre a produção é maior sob bancos mais independentes. Nessa visão, os dois efeitos se compensam, sem deixar prova de uma relação sistemática entre flutuações na produção e IBC.

Investimento, crescimento da produtividade e IBC

Os resultados da subseção anterior levantam a questão dos canais por meio dos quais a IBC poderia afetar o crescimento. Uma possibilidade é que a falta de independência desestime o investimento. Outra é que ela esteja associada a taxas mais baixas de crescimento de produtividade. Essa questão é particularmente importante nos PMD, em que a relação positiva entre crescimento e IBC parece ser mais forte. Usando uma amostra de 30 economias em desenvolvimento, Cukierman, Kalaitzidakis, Summers e Webb (1993) constatam que, em igualdade de condições, tanto menor será o investimento privado como parcela do PIB quanto maiores forem a rotatividade e a vulnerabilidade política dos presidentes do BC. É interessante observar que a rotatividade permanece significativa mesmo na presença de medidas causadoras de instabilidade política. Mas o efeito da independência de comportamento sobre o crescimento da produtividade é insignificante. Não surpreende, portanto, que, em todos os casos, a independência legal seja insignificante.

Taxas de juro e IBC

No caso das economias desenvolvidas, os dados apontam para uma relação negativa entre taxas de depósito em termos reais *ex post* e independência legal (Alesina & Summers, 1993; Cukierman et alii, 1993). Para os PMD, os dados indicam efeitos positivos da rotatividade e da vulnerabilidade sobre as taxas reais (Cukierman et alii, 1993; Cukierman & Webb, 1995). Isto leva à conclusão de que, desde que se use o índice apropriado de independência em cada grupo de países, geralmente existe uma relação negativa entre a IBC e a variância de taxas reais *ex post*. É provável que parte desse efeito se deva à associação negativa, de que se tratou antes, entre variabilidade da inflação e IBC. Mas também existem indícios de que a variabilidade das taxas nominais de prazos curto e médio (mas não a das taxas de longo prazo) seja mais baixa quando a IBC é mais alta. Assim, o efeito da IBC sobre a variabilidade das taxas reais também se deve a seu efeito sobre a variabilidade das taxas nominais de curto prazo.

Os dados apontam para uma relação representativa entre o nível de taxas de depósito reais *ex post* e a IBC tanto para os países industrializados quanto para os PMD, desde que a

independência legal seja usada como variável substituta da independência no primeiro grupo e a rotatividade e a vulnerabilidade sejam usadas como variáveis substitutas no segundo grupo (Cukierman et alii, 1993; Cukierman & Webb, 1995). Uma possível explicação para essa conclusão é que, quanto mais baixa a independência do BC, mais fortes as tentativas do governo de reduzir o retorno real da poupança nominal de curto prazo por meio de regulamentações e surpresas inflacionárias. Esse ponto de vista é coerente com a noção de repressão financeira de McKinnon e Shaw (McKinnon, 1973). Em particular, isso implica que, quanto mais baixa a repressão financeira, maior a IBC.

5. Determinantes da Independência do banco central

Por que os bancos centrais de alguns países são mais independentes do que os de outros? Não resta dúvida de que fatores como acidentes históricos e tradição são importantes. Mas, além desses fatores específicos, podem existir fatores sistemáticos que operam de maneira mais geral. A literatura recente propôs diversas hipóteses, algumas delas contraditórias. Testaram-se várias delas empiricamente, mas os resultados foram muitas vezes inconclusivos, em parte por causa da pequenez das amostras e das diferenças nas definições das variáveis usadas nos diversos estudos. Esta seção examina de forma sucinta as hipóteses recentes e os testes empíricos dos determinantes da IBC.

Hipóteses sobre os determinantes da IBC

São duas as categorias de hipóteses relativas aos determinantes da IBC. Uma categoria deriva dos modelos estratégicos da política monetária, em que a incoerência dinâmica e o *trade-off* entre credibilidade e flexibilidade são elementos básicos. A outra classe não é tão estruturada, porém é mais ampla em seu alcance.

A primeira classe de hipóteses implica que, em geral, tudo o que eleva o viés inflacionário da política monetária também eleva o grau de independência que as autoridades políticas desejam conferir ao BC. Assim, *ceteris paribus*, fatores como forte ênfase sobre considerações de emprego, respostas vigorosas de emprego a inflações inesperadas e grandes diferenças entre as taxas natural e desejada de desemprego elevam o grau de independência conferida ao BC. A intuição é que, quanto maiores os benefícios da delegação, maior o viés inflacionário. Inversamente, quanto maior a variância dos choques de produtividade, maiores os benefícios da flexibilidade e, portanto, menor o grau de independência conferido ao BC.

Um elemento importante da teoria é que, pelo menos nas democracias, o partido no poder usa a delegação da autoridade ao BC como um dispositivo para impedir que o partido da oposição faça gastos em atividades que não são favorecidas pelo partido do governo. Uma das implicações é que, se a polarização política for suficientemente ampla, a maior instabilidade levará os políticos a delegarem mais autoridade ao BC. Usa-se a delegação também para reduzir os pagamentos de juros sobre a dívida do governo. Como a importância desse efeito aumenta na proporção da dívida do governo, pareceria que dívidas públicas maiores levam a uma delegação maior. Mas, por outro lado, a tentação de desvalorizar, via inflação, incessantemente a dívida fica mais forte à medida que a dívida aumenta, e isso reduz a tendência de as autoridades políticas outorgarem a IBC. O efeito total é, portanto, ambíguo. Mais detalhes e o aprofundamento da discussão encontram-se em Cukierman (1994b) e Eijffinger e Schaling (1996).

As hipóteses teóricas sobre os determinantes da IBC na segunda categoria abrangem uma larga faixa de fatores, como a amplitude dos mercados financeiros, o grau de oposição efetiva à inflação, a busca de fontes internacionais de recursos e as memórias coletivas das inflações passadas. Todas essas hipóteses devem obviamente ser especificadas com “tudo o mais em igualdade de condições”. Cukierman (1992, cap. 23) aventa a hipótese de que quanto mais amplos os mercados financeiros e mais elástica a oferta de recursos em relação à taxa de juro, maior a probabilidade de que o BC seja independente. Posen (1993) conjectura que quanto mais alta a IBC, mais forte e mais efetiva a oposição do setor financeiro à inflação. Além disso, ele suspeita que essa oposição será mais forte, ou mais bem organizada, em países de sistemas bancários universais e com bancos centrais que têm poderes menores de regulamentação sobre o setor financeiro. Posen apresenta alguns dados em apoio a essa hipótese. Haan e Van't Hag (1994) examinam a solidez desses dados relativamente à medida da IBC e concluem que, embora os sinais dos coeficientes apontem sempre na direção da hipótese, eles só são significativos em um terço dos casos examinados.

Ao mesmo tempo que tenta explicar a tendência recente rumo a uma maior independência legal, Maxfield (1995) desenvolve a hipótese de que a IBC tende a seguir a necessidade de recursos, real ou como percebida pelas autoridades políticas. Quando essa necessidade é alta, o governo tenta sinalizar a capacidade creditícia do país delegando mais autoridade ao BC. Tanto mais forte será o impacto desse mecanismo sobre a independência quanto mais líquidos forem os ativos internacionais por meio dos quais os fundos são intermediados, menos concentrados os investidores internacionais, maior o efeito da IBC sobre a oferta de recursos, mais livres os fluxos de capital e mais longos os horizontes políticos dos políticos internos.

Finalmente, é mais provável que os países que experimentaram reduções substanciais nas rendas reais durante episódios de inflação alta, ou extremamente alta, imponham restrições à capacidade dos políticos de mexer na política monetária, delegando autoridade ao BC ou vinculando a taxa de câmbio. Três exemplos vêm à mente: Alemanha, Áustria e Brasil. Os três países experimentaram inflações substancialmente acima da média no século XX. Nos dois primeiros casos, elas foram acompanhadas de reduções substanciais na renda real. Já a renda real do Brasil cresceu consideravelmente durante grande parte do período inflacionário. Tanto a Alemanha quanto a Áustria (não, porém, o Brasil) instituíram desde então fortes dispositivos de compromisso: a Alemanha, delegando grande autoridade ao BC, e a Áustria, vinculando a taxa de câmbio firmemente ao marco alemão.

Dados empíricos

Usando dados sobre as economias industrializadas e índices alternativos da independência legal, Haan e Van't Hag (1994) testaram algumas das hipóteses examinadas na subseção anterior. Não encontraram fundamento para uma relação positiva entre independência e a taxa natural de desemprego,¹¹ mas isso talvez se deva ao fato de não terem controlado as possíveis diferenças entre países na taxa desejada de desemprego. Também não encontraram efeito significativo da relação dívida/PIB sobre a independência, o que é coerente com a previsão geralmente ambígua da teoria. Contrariando a teoria, a independência legal com fre-

¹¹ Eijffinger e Schaling (1996) chegaram a conclusão semelhante.

qüência se relaciona negativamente com a instabilidade política.¹² O resultado mais interessante que eles relatam é que, na década de 80, a independência legal se relacionou positivamente com o nível de inflação experimentado entre 1900 e 1940. Essa conclusão é coerente com a hipótese da maior probabilidade de que os políticos dos países com memória coletiva de inflação elevada deleguem autoridade ao BC. Uma possível interpretação desse resultado é que os políticos de países com história de inflação elevada acreditam que o viés inflacionário é mais alto e, por isso, delegam mais autoridade ao BC. Nessa interpretação, a constatação apóia a teoria de que, quanto maior a IBC, mais elevada a *percepção* do viés inflacionário.

Eijffinger e Schaling (1996) relatam indícios da existência de relação positiva entre a independência legal e a inclinação da curva de Phillips no curto prazo, fundamentando a sua teoria de que quanto maior essa inclinação, e portanto a tentação de inflacionar, maiores os benefícios de um BC independente.

Usando um exemplo misto de países industrializados e em desenvolvimento, Cukierman e Webb (1995) pesquisaram o efeito de vários tipos de instabilidade política e do nível de desenvolvimento sobre a vulnerabilidade política do presidente do BC. Chegaram à conclusão de que a vulnerabilidade é, *ceteris paribus*, mais elevada nos PMD e de que a instabilidade política de alto nível (mudanças do regime democrático para o autoritário, e vice-versa) tem efeitos positivos marginalmente significativos sobre a vulnerabilidade. Essa conclusão é coerente com o ponto de vista de que, quando a instabilidade política envolve mudanças fundamentais nas regras políticas do jogo, com a implicação de que o partido no poder não voltará à cena tão cedo, ou de que talvez não volte mais, os horizontes políticos se tornam suficientemente curtos para induzir os políticos a fortalecerem o seu controle sobre a política monetária, em vez de delegá-la a uma autoridade independente.

6. Prestação de contas e os melhores contratos para as administrações de bancos centrais

A tendência recente rumo à outorga de maior independência legal aguçou as diferenças entre duas filosofias básicas subjacentes à independência institucional dos bancos centrais. A primeira defende a posição de que a maneira de se reduzir o viés inerente à política monetária é delegar autoridade a uma administração “conservadora” do banco central. “Conservador” é tomado aqui no sentido de que o BC atribui uma prioridade relativamente mais alta à estabilidade de preços do que à sociedade.¹³ Esse conceito é muitas vezes chamado de administração conservadora do banco central de Rogoff (1985). A contrapartida na vida real mais próxima desse modelo é provavelmente o Bundesbank, que não apenas tem o controle pleno dos instrumentos da política monetária, mas também é livre para estabelecer suas próprias metas numéricas de expansão monetária.

A outra posição defende que, nas sociedades democráticas, todas as instituições que elaboram políticas, inclusive o BC, devem em última instância prestar contas aos eleitores. Na

¹² Mas Cukierman (1992, cap. 23) relata, para uma amostra limitada de países em desenvolvimento, que a independência legal se relaciona negativamente apenas com a instabilidade de *regime*, relacionando-se positivamente com a instabilidade do *partido* dentro de um determinado regime.

¹³ Mais precisamente, o peso multiplicador sobre a inflação é maior na função-objetivo da administração conservadora.

prática, isso significa que o BC responde perante os funcionários democraticamente eleitos ou que a política monetária está sob a autoridade direta do governo. São duas as versões desse ponto de vista: a mais e a menos extrema.

A primeira simplesmente coloca a responsabilidade pela política monetária nas mãos de uma agência do governo, normalmente o Ministério da Fazenda. O Bank of England, o Banque de France até recentemente e o Banco do Japão são exemplos vivos dessa primeira abordagem. Nesses casos, o BC simplesmente implementa no dia-a-dia as decisões de políticas, tomadas, em grande parte, pelo Ministério da Fazenda.

A segunda versão, mais moderada, direciona o BC para a consecução de objetivos específicos (em geral, determinando metas numéricas para a inflação) e exige que o banco responda pela sua atuação. Mas o BC tem plena autoridade sobre a condução da política monetária, a menos que não atinja as metas especificadas ou seja publicamente ignorado pelo governo. Nas palavras de DeBelle e Fischer (1994) e de Fischer (1995), o banco tem, nesse caso, “independência de instrumento”, mas não “independência de meta”. A contrapartida viva mais próxima desse modelo de independência é o Bank of New Zealand, regido pela lei aprovada em 1989. Esse modelo de independência também foi proposto recentemente para a reforma da estrutura do Bank of England por um painel independente de peritos, sob o lema de “independente mas responsável” (Roll Report, 1993).

Embora a distinção entre instrumento e independência de meta seja útil, deve-se observar que, em um sentido mais amplo, não existe BC — nem mesmo o Bundesbank — com plena independência de meta. Apesar de ser livre para escolher suas próprias metas nominais, o Bundesbank é obrigado por lei a concentrar-se na salvaguarda do valor da moeda e a colocar esse objetivo acima de todos os demais, o que implica que ele não tem plena independência de metas. A determinação última dos objetivos amplos, mesmo no caso de um dos bancos centrais mais independentes, está, portanto, sob a autoridade dos legisladores. A distinção mais prática, portanto, é aquela entre as independências *limitada* e *ampla* de metas. Nenhum BC existente possui independência ampla de metas, dado que essas metas são invariavelmente especificadas pelo legislador. O Bundesbank possui independência limitada de metas e o Bank of New Zealand tem independência *parcial* de metas.¹⁴

O melhor contrato para a administração do BC

Diferentemente da maior parte deste trabalho que trata de questões positivas, a presente subseção aborda a seguinte questão normativa: Qual a melhor maneira de conceber as instituições que fazem política monetária? A discussão pressupõe a existência e o conhecimento de uma função de bem-estar social, que é usada como referencial para avaliar mecanismos institucionais alternativos. Essa função atribui pesos positivos à estabilização da produção e à estabilização da inflação ao redor de zero ou de um valor relativamente baixo.

A delegação de autoridade a administrações de BC conservadoras de Rogoff reduz o viés inflacionário das políticas ao custo de uma variabilidade mais alta do que a otimização da produção. Isso porque, como atribui um peso mais baixo do que a sociedade à estabilização da produção, a administração conservadora do BC caracteriza-se por um grau de ativismo mais baixo do que o necessário para a otimização do social. Flood e Isard (1989), Obstfeld

¹⁴ O Bank of New Zealand tem um grau limitado de independência de metas, uma vez que a fixação das metas para a inflação é feita pelo ministro da Fazenda *de acordo* com o presidente do BC (Walsh, 1995a:157).

(1991) e Lohmann (1992) examinaram as cláusulas simples de salvaguarda, como inflação baixa constante, nos casos de pequenos choques de oferta, e política discricionária, nos casos de grandes choques. Em particular, a estrutura de Lohmann requer a nomeação de uma administração do BC à la Rogoff, que possa ser ignorada pelo governo quando os choques de oferta ultrapassarem determinado limiar. Em equilíbrio, o BC nunca é atropelado — nem mesmo quando os choques ultrapassam o limiar —, pois que ele, sabendo que será ignorado se não aquiescer, preferirá em determinados casos acomodar-se às vontades do governo. Esse mecanismo institucional domina o mecanismo conservador simples do BC, mas fica aquém do nível de bem-estar que seria atingido por um planejador social benevolente. Resta um certo *trade-off* entre credibilidade (eliminação do viés inflacionário) e flexibilidade (estabilização dos choques reais para a produção).

Persson e Tabellini (1993) propuseram, e Walsh (1995b) recentemente ampliou, um mecanismo institucional ou “contrato” do BC que alcança a otimização do social, eliminando, portanto, o *trade-off* entre credibilidade e flexibilidade. O melhor contrato é uma aplicação de idéias extraídas da literatura sobre o modelo principal-agente. Nesta aplicação, o governo é considerado como o principal e o BC como o agente. O principal (governo) assina um contrato com o agente (o BC), pelo qual este fica sujeito a um plano de penalidades *ex post*, que será linear na presença de inflação. Uma característica atraente desse tipo de contrato de incentivo é que ele alcança a otimização social independentemente de governo e banco compartilharem ou não da mesma função-objetivo e das mesmas informações.¹⁵ O contrato ótimo lembra muito aquele que recentemente se colocou em prática na área de metas para a inflação na Nova Zelândia, no Canadá, no Reino Unido e em diversos outros países.¹⁶

A abordagem do melhor contrato para o projeto de instituições monetárias é um veículo teórico natural para a formalização da idéia mais ampla da prestação de contas discutida antes. Contudo, diversas questões têm de ser resolvidas antes de sua implementação. A primeira e a principal dificuldade é que, embora desempenhem uma função útil como referenciais, os planejadores sociais não existem na prática. Daí ter-se de confiar que o governo imponha o melhor plano de incentivo ao BC *ex post*. É realista confiar em que o governo fará isso? A meu juízo, na ausência de salvaguardas adicionais, a resposta é não. Os governos e os legislativos também estão sujeitos aos vieses inflacionários, e normalmente em grau até maior do que o BC. As constantes ameaças à independência do Federal Reserve desfechadas pelo senador Paul Sarbanes e pelo deputado Henry Gonzales, entre outros, para conseguirem taxas de juros mais baixas, atestam o fato. Mecanismos semelhantes operam também em outros países. McCallum (1995) e o próprio Walsh (1995a) reconhecem que, se o governo não puder se comprometer com um plano ótimo de penalidades *antes* que diversos tipos de contratos nominais sejam concluídos, o melhor contrato do BC não terá credibilidade.¹⁷ Isto desloca, então, o enfoque para a questão de como comprometer o governo com a implementação do contrato *ex post*. Essa é, em grande parte, uma questão aberta. Mas é provável que a existência de uma legislação que exija que o governo explique publicamente suas ações sempre que se desviar da implementação *ex post* do contrato possa pelo menos comprometê-

¹⁵ Para a estrutura simples de Barro e Gordon (1983), os parâmetros do contrato ótimo não dependem do Estado. Mas não parece ser este o caso em ambientes mais realistas (Persson & Tabellini, 1993; Walsh, 1995a).

¹⁶ A seção seguinte apresentará a discussão mais completa das metas para a inflação.

¹⁷ Até mesmo os peritos responsáveis pelo Roll Report (1993) no Reino Unido recomendaram que o BC definisse suas próprias metas, em grande parte com base na incoerência potencial da duração de mandato dos políticos (Goochart & Vinals, 1994). Ver também Cukierman (1994a:1.444).

lo parcialmente com a aplicação *ex post* do contrato. Uma exigência deste tipo, que obriga o governo a vir a público quando se sobrepõe ao BC, aparece na recente legislação do Bank of New Zealand. Outra dificuldade prática é que o desenho do melhor contrato exige conhecimento antecipado das preferências da administração do BC a ser nomeada. Na prática, isso é difícil de acontecer, como ilustra o trabalho de Havrilesky (1991).

Administrações de BC com inflação conservadora desejada

Uma das vantagens da delegação de autoridade *à la* Rogoff é que não é necessário depender dos líderes políticos para a implementação do melhor contrato *ex post*. Mas, como vimos, a proposta de Rogoff tem o inconveniente de não alcançar a otimização do nível de bem-estar.¹⁸ Svensson (1995) demonstrou recentemente, dentro da estrutura convencional, que, quando a função-objetivo da administração do BC difere daquela da sociedade relativamente à inflação desejada (e não no que diz respeito à preferência relativa — multiplicadora — em matéria de estabilidade de preços), a delegação de autoridade à administração do BC com o nível ou a meta “certa” de inflação desejada alcança os mesmos resultados que o melhor contrato.¹⁹

Isso implica que se pode conseguir o nível socialmente ótimo do bem-estar por meio da delegação de autoridade à administração do BC com o nível apropriado de inflação que se deseja, em vez de se usar contratos de incentivo para o banco. A grande vantagem da primeira instituição é que ela não terá de depender da implementação *ex post* do melhor contrato da parte de governos dominados pelo viés inflacionário. Parece, portanto, que as constatações de Svensson implicam a possibilidade de se alcançar a otimização do social pela simples delegação de autoridade a um tipo de administração de BC corretamente escolhido. A dificuldade prática, que poderá impedir a implementação dessa instituição, é que os líderes políticos talvez não sejam capazes de identificar *ex ante* os níveis desejados de inflação dos candidatos potenciais ao BC. Svensson sugere que esse problema pode ser contornado dando-se ao banco apenas a independência de instrumento, sem a independência de meta, de modo que a meta ou a taxa “desejada” de inflação na função-perda do banco seja determinada pelo governo. Mas, nessas circunstâncias, o governo pode, uma vez mais, cair na tentação de não impor essa meta institucional ao banco *ex post*. Pode-se reduzir esse risco por meio de um acordo *público* válido para vários anos, entre o governo e o BC, sobre a meta quantitativa da inflação, e talvez pela nomeação de uma diretoria independente para avaliar o desempenho do BC.

Reflexões conclusivas

Uma premissa básica implícita na literatura resenhada nesta seção é que a estabilização dos choques reais de emprego e produção tem de ser executada mediante a política monetária. Uma alternativa óbvia é a política fiscal. Isso levanta a importante questão relativa à oti-

¹⁸ Aqui, a otimização é definida como o nível de bem-estar conseguido por um planejador social benevolente com capacidade de pleno envolvimento.

¹⁹ A estrutura convencional envolve uma função quadrática de perda e choques reais não-correlacionados em série. No caso de choques correlacionados em série, pode-se conseguir implementar a otimização da meta da inflação por meio da melhor meta para a inflação na dependência do Estado, mediante a delegação de autoridade a bancos centrais “conservadores” de Rogoff.

mização da distribuição desses instrumentos de políticas entre a estabilização da economia e outros objetivos. A utilização da política fiscal, em vez da monetária, para propósitos anti-conjunturais tem diversas vantagens. Primeiro, desde que o BC tenha independência suficiente, a política fiscal ficará ao resguardo de possíveis vieses inflacionários. Segundo, é possível decompor a política fiscal em numerosos tipos específicos de gastos e impostos. Como consequência, ela poderá ser aplicada de maneira mais diferenciada e concentrada do que a política monetária. Por ser mais explícita do que a política monetária, ela também estará mais sujeita à vigilância e ao controle públicos.

É amplamente aceito o fato de que a longo prazo a política monetária só consegue a estabilidade de preços. A atribuição ao BC de objetivos adicionais de curto prazo, como a política de estabilização, requer “contratos” mais complicados, nos quais as tentações para metas abaixo do ponto inflacionário ótimo são maiores. Deixar a estabilização da economia para a política fiscal e exigir que o BC se concentre na estabilidade de preços podem reduzir esse risco. Um argumento contrário comum é que os efeitos da política monetária sobre a economia se fazem sentir mais rapidamente do que os da política fiscal. É óbvio que aqui ocorrem alguns *trade-offs*, sendo provável que a otimização da distribuição de instrumentos envolva certa estabilização da parte de *ambos* os instrumentos. Meu sentimento instintivo pessoal é que se deve deixar as políticas anticonjunturais sobretudo, se não unicamente, a cargo da política fiscal. É claro que a questão merece mais consideração do que até agora vem recebendo.

7. Metas nominais²⁰

A recente tendência em larga escala rumo ao aumento da IBC estimulou o interesse das autoridades pela antiga idéia da fixação de metas nominais. Provavelmente, a razão se relaciona com o fato de que, ao delegarem autoridade a uma instituição autônoma, os políticos sentiram que os objetivos dessa instituição precisavam ser especificados explicitamente.²¹ As metas são anunciadas por duas razões relacionadas entre si: a primeira para, pelo menos parcialmente, comprometer os formuladores de políticas com uma rota ou faixa particular para a política monetária; e a segunda para, desde o início, influenciar as expectativas inflacionárias e, portanto, os contratos nominais.

Nas décadas de 70 e 80, numerosos países, como os EUA, a Alemanha, a Suíça e a França, anunciaram metas monetárias. No início dos anos 90, diversos países, como a Nova Zelândia, o Canadá, o Reino Unido, a Suécia e a Finlândia, introduziram metas para a inflação. Alguns deles, e também os membros do Sistema Monetário Europeu (SME), usaram metas de taxas de câmbio ou vínculos fixos. O objetivo comum de todos esses mecanismos é fornecer uma “âncora nominal” à política monetária, submetendo-a à perseguição de uma meta anunciada. Na prática, as metas anunciadas muitas vezes não foram atingidas, o que não implica que os formuladores de políticas não tenham se esforçado para alcançá-las ou que elas tenham sido inúteis.

²⁰ Uma discussão mais completa, em grande parte informal, das metas nominais encontra-se em Cukierman (1995b).

²¹ Goodhart e Vinals (1994:29) afirmam que os bancos centrais subservientes não precisam de meta, pois acabam executando os desejos de seus mestres políticos.

As metas ajudam a galvanizar e a coordenar as forças antiinflacionárias no setor público e fora dele em torno de valores numéricos específicos, fortalecendo, dessa maneira, o compromisso com a estabilidade de preços. Esse ponto de vista é coerente com os dados empíricos que demonstram que, em igualdade de condições, as taxas de inflação nos países com metas monetárias foram mais baixas (Cukierman, 1992, tabela 20.4). Mas, em última instância, as metas anunciadas dependem de seu desempenho passado. Ao anunciarem metas, os formuladores de políticas só conseguirão afetar substancialmente as expectativas se já tiverem demonstrado capacidade para tanto por um período considerável de tempo.

Na prática, têm-se usado três tipos de metas ou âncoras nominais: metas cambiais, metas monetárias (que vão das definições mais estreitas às mais amplas da moeda) e, mais recentemente, metas para a inflação.²² A lista dos países industrializados que usam os diferentes tipos de meta aparece na tabela 3 de Goodhart e Vinals (1994). Com respeito a esses métodos alternativos, surgem duas questões relacionadas entre si, uma normativa e outra positiva. A primeira questão é: qual o método de fixação de metas apropriado para cada país? A segunda, a questão positiva, é: qual a razão da escolha dos métodos de fixação de metas usados no passado?

Existem variações substanciais na identidade da instituição que faz o anúncio e na sua "solidez" entre os países. As metas cambiais são normalmente decididas e anunciadas pelo governo com e sem a participação do BC. O BC aparece envolvido com frequência relativamente maior nas metas para a inflação, mas o seu anúncio é muitas vezes feito em conjunto com o governo. No entanto, mesmo quando o governo estabelece metas sozinho, o BC é envolvido em sua implementação. O envolvimento relativo do BC tanto na determinação quanto no anúncio da meta é maior no caso de metas monetárias, mas existem variações mesmo entre os países que tiveram ou têm metas monetárias. A firmeza do anúncio varia desde a simples previsão, como no Japão, ao compromisso explícito de usar as políticas para corrigir desvios do curso anunciado, como acontece atualmente na Nova Zelândia.

O que é uma boa meta?

Uma questão básica subjacente a todas as discussões normativas sobre o estabelecimento de metas é quais são as propriedades de uma boa meta. A meta ideal provavelmente deveria ser fácil de controlar, de alta visibilidade (ou transparência) para o público, observável a curtos intervalos e não interferiria com a perseguição de outras metas econômicas. Desde que haja suficientes reservas cambiais ou que a política monetária esteja subordinada à sua realização, a meta cambial satisfará à primeira condição. Como Melitz (1988) e Bruno (1993) destacaram, ela é também altamente visível e observável no dia-a-dia. Seu grande inconveniente é que pode conduzir, em alguns casos, à sobrevalorização da moeda e à conseqüente perda de competitividade. Este parece ser sobretudo o caso de economias pequenas e relativamente abertas, cujos ativos financeiros internos não são substitutivos perfeitos dos ativos financeiros externos. Nessas economias, é possível aumentar a oferta monetária ao mesmo tempo em

²² Menciona-se por vezes a fixação de metas para o PNB como o quarto método possível, sobretudo nos EUA. Todavia, pelo que me consta, isso não saiu ainda do campo das discussões acadêmicas. Algumas das dificuldades práticas para a fixação de metas para o PNB é que ela não pode ser feita em base mensal (ou em outra base mais satisfatória), dado que, na melhor das hipóteses, os seus dados são trimestrais, tornando-se disponíveis com defasagens relativamente longas.

que se mantém um vínculo fixo, pelo menos durante algum tempo, por meio de intervenções neutralizadas.²³ Nesses casos, os formuladores de políticas são tentados a usar a expansão monetária para atingir objetivos internos, ao mesmo tempo em que dependem das intervenções neutralizadas para manter seu compromisso com o vínculo. Essa combinação de políticas acaba levando à desvalorização nominal. Mas, enquanto isso não acontece, a taxa de câmbio real pode manter-se sobrevalorizada.

A determinação de metas para a base monetária tem a importante vantagem de ser, pelo menos em princípio, plenamente controlável pelo BC. Mas é menos visível do que a meta cambial ou a meta para inflação. Por isso, o seu efeito sobre as expectativas inflacionárias pode restringir-se aos indivíduos que têm suficiente familiaridade com assuntos financeiros ou monetários. É possível que, quanto menor a capacidade de controle, maior a oferta monetária pretendida. Embora não estejam disponíveis em base diária, podem-se obter dados sobre a base monetária, pelo menos por parte do BC, com frequência razoavelmente alta. A determinação de metas para a base monetária não cria a tentação de envolvimento em políticas insustentáveis, como acontece no caso do vínculo da taxa de câmbio. Mas pode interferir com a política monetária anticonjuntural, a não ser que esteja em vigor o contrato de BC melhor e de maior credibilidade, conforme apresentado na seção anterior.

Por se concentrarem no principal objetivo final da política monetária, as metas para inflação têm a importante vantagem da visibilidade sobre as metas monetárias, dado que os conceitos de inflação e nível de preços são largamente entendidos. Na maioria dos países, os dados sobre a inflação se tornam disponíveis a intervalos mensais, o que é suficiente quando se lida com taxas de inflação moderadas. Desde que seja possível implementar o melhor contrato de BC, as metas inflacionárias não interferirão com a política monetária anticonjuntural. Mas, devido a defasagens longas e variáveis entre moeda e preços, e também a choques na economia real, o BC não tem o controle perfeito da inflação. Dessa forma, a escolha entre metas para a inflação e para a base monetária envolve um *trade-off* entre visibilidade e controlabilidade. Na seção "Quem deve anunciar as metas?" se discutirão as implicações desse *trade-off*.

Aspectos positivos da escolha de metas

Tratarei brevemente agora dos aspectos positivos da escolha entre os procedimentos de determinação de metas alternativas. São duas as questões principais:

- a) Por que certos países usam uma meta e outros outra?
- b) Por que a escolha da meta às vezes muda com o passar do tempo?

Usam-se comumente os vínculos cambiais em economias pequenas e relativamente abertas. Esses países muitas vezes vinculam sua moeda à de um parceiro comercial importante que seja relativamente estável. São exemplos a Áustria, a Bélgica e os Países Baixos, que vincularam sua moeda ao marco. Também se usam os vínculos fixos durante os períodos de estabilização ou em seguida a eles, quando a credibilidade é relativamente baixa. Mas,

²³ Uma descrição precisa da mecânica desse processo encontra-se na parte teórica de Cukierman, Rodriguez e Webb (1996).

com o passar do tempo, surge a tendência à flexibilização da taxa de câmbio (Cukierman; Kiguel & Leiderman, 1996). A Argentina, o México, Israel e o Chile são exemplos. Herrendorf (1995) propõe uma possível explicação teórica para o fato de os formuladores de políticas com pouca credibilidade preferirem vínculos fixos a metas para a inflação com taxas flexíveis. O argumento é que, como a taxa de câmbio é mais visível e mais controlável do que a taxa de inflação, os formuladores de políticas julgam maior o custo de desviar-se da taxa de câmbio do que da taxa de inflação. Por isso, o efeito disciplinar da taxa de câmbio é mais forte, facilitando a formuladores de políticas sérios com pouco nome a sinalização de seu compromisso com a estabilidade de preços.

Os países que optaram pela meta monetária ou pela meta para a inflação normalmente não são tão abertos. Com frequência, suas taxas de câmbio são flexíveis, ou pelo menos relativamente mais flexíveis, e é maior a probabilidade de que tenham mercados financeiros relativamente amplos. Os EUA, o Japão, a Alemanha e o Reino Unido são exemplos. Podem-se encontrar mais detalhes em Goodhart e Vinals (1994) e em Cukierman, Rodriguez e Webb (1996).

Inflação versus metas monetárias

As inovações financeiras e a conseqüente ruptura das regularidades tradicionais entre moeda e renda nominal reduziram a capacidade das autoridades monetárias de controlar a inflação e, com isso, o sentido das metas monetárias para o controle da inflação no curto prazo. Isso levou países como o Canadá, a Nova Zelândia, o Reino Unido, a Suécia, a Itália e Israel à adoção recente de metas para a inflação. Os detalhes sobre a experiência desses e de outros países que usaram alguma forma de determinação de metas para a inflação estão em Leiderman e Svensson (1995).

Apesar do êxito na consecução das metas anunciadas na Nova Zelândia, no Canadá e no Reino Unido, a rentabilidade dos bônus sugere que as expectativas inflacionárias de longo prazo excederam, persistentemente, as metas de longo prazo nos primeiros anos após a introdução das metas para a inflação (Ammer & Freeman, 1994). Isso não significa necessariamente que o anúncio de metas não tenha impacto sobre as expectativas. Mas implica que, na presença de reputação imperfeita, esse impacto é parcial e que só se estabelece boa reputação em matéria de estabilidade de preços depois de um registro duradouro de inflação baixa.²⁴

Como se observou acima, a escolha entre metas inflacionárias e metas monetárias envolve um *trade-off* entre visibilidade e capacidade de controle. Esse *trade-off* é mais acentuado quando a meta monetária é dinheiro de grande potência, pois este é um estoque nominal que pode ser rigidamente controlado pelo BC. Qual o efeito sobre as expectativas e sobre o valor esperado dos objetivos de políticas que diferencia esses dois métodos de determinação de metas? Cukierman (1995c) apresenta uma análise sistemática dessas questões no contexto de informações privadas sobre a confiabilidade do formulador de políticas. Com a determinação de metas para a base monetária, os formuladores de políticas confiáveis podem demonstrar sua confiabilidade de maneira relativamente rápida. Como a base monetária é perfeitamente controlável, identifica-se de imediato qualquer desvio da rota anunciada como devido à falta de confiabilidade. Ao contrário, como a capacidade de controle da inflação é imperfeita, tor-

²⁴ Isso é coerente com a teoria segundo a qual, na presença de reputação imperfeita, o impacto dos anúncios sobre as expectativas inflacionárias é parcial (Cukierman & Liviatan, 1991; Cukierman, 1992, cap. 16).

na-se mais difícil para o público separar rapidamente entre formuladores de políticas confiáveis e não-confiáveis.

Dessa forma, administrações confiáveis de bancos centrais podem estabelecer a sua confiabilidade de maneira relativamente mais rápida com a determinação de metas para a base monetária do que com a determinação de metas para a inflação, desde que o *mesmo* número de indivíduos preste atenção a ambos os tipos de anúncios. Por outro lado, como as metas para a inflação são mais visíveis para o grande público do que as metas para a base monetária, menos pessoas prestarão atenção a essas últimas metas, o que na *média* torna menor o impacto dos anúncios da base monetária sobre a expectativa inflacionária. A análise revela que as metas para a inflação dominam as metas para a base monetária quando a reputação é alta e os formuladores de políticas são suficientemente pacientes. Não surpreende que a vantagem relativa das metas para a base monetária aumente com a sua visibilidade e, sob determinadas condições, com a diminuição da capacidade de controle da inflação.

Além disso, as metas para a inflação têm a virtude de se concentrar sobre o objetivo final de interesse. Isso é importante, sobretudo quando a relação entre a moeda e os preços é relativamente instável. Mas as metas para a inflação facilitam o exercício de pressões expansionistas sobre o BC, para que reduza as taxas de juro e atinja vários objetivos reais. É provável que essas pressões se materializem particularmente em períodos em que se atinge a meta para a inflação. Uma discussão mais aprofundada dessa questão encontra-se em Cukierman (1995a).

Uma questão que despertou certa atenção recentemente no contexto das metas para a inflação é se se deveria visar a metas de nível de preços ou a metas de taxas inflacionárias. No primeiro caso, um período de inflação mais alta que o normal teria de ser seguido por um período de inflação mais baixa que o normal. No segundo caso, não haveria tentativas de se anular falhas passadas. No regime de metas para a inflação, se a inflação real do último período for mais alta do que a meta, não haverá tentativa de compensá-la no período corrente. Dessa forma, com a meta para a inflação, a incerteza quanto ao nível de preços no longo prazo é maior, porém é maior a certeza quanto à taxa de inflação do que no regime de meta de nível de preços.

Quem deve anunciar as metas?

A questão específica aqui é a seguinte: Decidido o uso de determinada meta, quem deverá anunciá-la? O governo, o BC ou ambos? Em geral, a instituição que responde pela meta em consideração deverá anunciá-la. Assim, se a meta for monetária e o BC tiver plena autoridade sobre a política monetária, deverá fazer o anúncio. Se o governo tiver autoridade sobre a política monetária, deverá anunciá-la. Se a responsabilidade pela meta anunciada for compartilhada, será preferível um anúncio conjunto. Por exemplo, se estiver em vigor uma meta cambial e o governo e o BC quiserem alterá-la, o anúncio deverá ser feito pelas duas instituições.

8. Estabilidade de preços, estabilidade financeira e a supervisão das instituições financeiras

Uma das funções tradicionais dos bancos centrais é atuarem como emprestadores de última instância para salvaguardar a estabilidade do sistema financeiro. Com isso se relacionam

as normas de prudência e a supervisão das instituições financeiras. Em alguns países, essas funções são executadas pelo BC, e em outros por órgãos regulamentadores separados. Uma descrição factual detalhada da distribuição dessas responsabilidades entre as instituições de vários países encontra-se em Goodhart e Schoenmaker (1993). A reorientação recente das leis de BC para um enfoque maior sobre estabilidade de preços levanta duas questões relacionadas entre si:

- a) Existe *trade-off* entre estabilidade de preços e estabilidade financeira?
- b) Deveriam a regulamentação e a supervisão do sistema financeiro ser executadas pelo BC ou por uma autoridade separada?

As duas subsecções seguintes tratam dessas questões.

Existe trade-off entre a estabilidade de preços e a estabilidade financeira?

Baltensperger (1993) argumenta de maneira convincente que, a longo prazo, a estabilidade de preços conduz à estabilidade financeira. As crises financeiras são muitas vezes causadas por taxas instáveis de inflação e juro, que induzem a grandes flutuações nos valores dos ativos das instituições financeiras. Os preços estáveis reduzem esse risco, amortecendo as flutuações nas taxas de inflação e juro e, portanto, no valor real da carteira das instituições financeiras.

Mas pode ocorrer um *trade-off* de curto prazo entre a estabilidade de preços e a estabilidade financeira devido ao fato de as taxas de empréstimos bancários serem normalmente mais rígidas do que as de depósitos bancários. Consequentemente, quando as taxas de juro sobem inesperadamente, os lucros do banco se comprimem, uma vez que o aumento das taxas de depósito é temporariamente maior do que o aumento das taxas de juro mais rígidas. Nessas circunstâncias, os bancos marginais podem experimentar problemas de liquidez, forçando o BC a diminuir a ênfase dada a seu objetivo de estabilidade de preços, pelo menos temporariamente, para desempenhar sua função de prestador de último recurso.

Mas, como se explica no capítulo 7 de Cukierman (1992), se as taxas de juro flutuarem aleatoriamente ao redor de algum valor no longo prazo, esse *trade-off* será temporário. Isso ocorre porque, quando as taxas de juro, abaixam inesperadamente, o mesmo mecanismo aumenta a liquidez dos bancos, permitindo ao BC enxugar a liquidez criada com a elevação das taxas de juro, sem colocar em risco a estabilidade financeira. Por isso, se a orientação do BC for manter uma taxa média baixa de crescimento da liquidez, mas aumentá-la acima da média em períodos de aperto de liquidez e reduzi-la nos períodos restantes, poder-se-á evitar o *trade-off* entre a estabilidade de preços e a estabilidade financeira mesmo no curto prazo. Esse argumento pressupõe a existência de salvaguardas efetivas contra o desvio da base monetária. Na ausência dessas salvaguardas, crises de liquidez, sobretudo se forem grandes, poderão colocar em risco a estabilidade de preços.

Deve o banco central supervisionar o sistema financeiro?

A localização da função de supervisão varia entre os países e parece não existir uma relação clara entre essa localização e o desempenho da economia (Goodhart & Schoenmaker,

1993). Alguns dados apontam para a possibilidade de a taxa de inflação ser mais baixa em países cujos bancos centrais não têm responsabilidades de supervisão (Downes & Vaez-Zadeh, 1991), mas a amostra é pequena e a direção da causalidade não fica clara. A questão merece claramente um estudo mais aprofundado. Parece, portanto, que, na ausência de dados claros, os argumentos a favor ou contra a colocação da supervisão, do seguro de depósitos e de outras funções de regulamentação sob a autoridade do BC devem ser julgados sobretudo com base em considerações apriorísticas.

Quais as vantagens e os inconvenientes de se colocar a supervisão e as funções com ela relacionadas sob a autoridade do BC? Uma vantagem é que o BC poderia utilizar as microinformações geradas para propósitos de supervisão para melhorar a conduta da política do agregado monetário, e vice-versa. Além disso, provavelmente existem fortes complementaridades entre o tipo de pessoal necessário para supervisionar e o para conduzir a política monetária. É bem maior a probabilidade de um BC que goze de suficiente independência limitar-se a considerações estritamente profissionais nas funções de supervisão, inclusive em casos de aval para bancos insolventes, do que instituições mais próximas da classe política dirigente (Bruno, 1994).

Por outro lado, a colocação da supervisão no BC torna o banco mais vulnerável a pressões políticas. Na ocorrência de quebras de banco em larga escala, existe um risco maior de que as dívidas ruins sejam monetizadas quando a supervisão está nas mãos do BC. Prova disso é que, quando a supervisão é executada por uma instituição separada, as implicações orçamentárias das operações de resgate provavelmente são mais transparentes, facilitando o controle democrático. Essas considerações assumem particular importância nos PMD. Mas um possível inconveniente de autoridades separadas é que não é possível reconhecer as crises financeiras e lidar rapidamente com elas como quando o BC é o responsável pelas duas funções. Isso sugere que o *trade-off* básico ocorre entre o risco de excesso de monetização, de um lado, e o risco de respostas lentas às crises financeiras, de outro. Uma discussão mais ampla dos prós e dos contras da colocação da supervisão no BC aparece no Roll Report (1993), sobre a reforma do Bank of England. Observações adicionais a essa questão, no contexto das ex-economias socialistas, encontram-se na seção "Os novos bancos centrais como supervisores do sistema financeiro".

9. Os novos bancos centrais das ex-economias socialistas

Na primeira metade da década de 90, praticamente todas as ex-economias socialistas (EES) criaram novos bancos centrais, cujos estatutos copiavam muitas das características dos estatutos dos bancos centrais das democracias industrializadas. Em alguns casos, esses estatutos incorporavam aspectos fundamentais de bancos centrais altamente independentes, como o Bundesbank.²⁵ Essa tendência faz parte de um esforço mais amplo empreendido por aqueles países para reestruturar suas instituições, transformando-as de economias de planejamento centralizado (EPC) em economias de mercado. No regime socialista, normalmente só havia um banco, o chamado monobanco, que funcionava como uma ampla câmara de

²⁵ Este é o caso, por exemplo, da Bulgária, da Eslovênia, da Eslováquia, da Hungria e da República Tcheca. Como acontece com o estatuto do Bundesbank, a estabilidade de preços é o objetivo primário legal do BC e existem limitações rígidas para empréstimos ao governo (Hochreiter, 1994). Uma listagem sistemática preliminar de algumas características detalhadas dos estatutos dos novos bancos centrais das EES aparece em Hinton-Braaten (1994).

compensação da economia, administrava a contrapartida das transações do plano central e era responsável pela emissão da moeda circulante e de títulos. O monobanco era também amplamente utilizado para a canalização de créditos subsidiados a setores e empresas, de acordo com os desejos do governo. Isso levava com frequência a situações em que as empresas acumulavam dívidas não-pagas ou patrimônio líquido negativo, sem qualquer medo das consequências da inadimplência, o que se chamava comumente de “limitações do orçamento social”.

O primeiro passo na criação dos novos bancos centrais das EES foi o estabelecimento de um “sistema bancário de dois níveis”, o que significa a decomposição do monobanco em diversos bancos, um dos quais se tornou o novo BC e os restantes se transformaram em bancos regulares, na suposição de que assumiriam as atividades bancárias normais. Não obstante a dimensão dessa mudança institucional, convém ter em mente que se trata apenas de uma mudança no contexto das reformas institucionais, das quais as mais importantes eram a privatização, a suspensão dos controles de preços, a liberação dos fluxos comerciais e o estabelecimento de novos sistemas tributários e novas estruturas legais que definissem claramente e salvaguardassem a propriedade privada. Uma consequência desejável, se bem que inconveniente do ponto de vista do indivíduo, foi o endurecimento dos controles do orçamento social.

O estabelecimento de um sistema bancário em dois níveis era normalmente uma das primeiras reformas a ser implementada. Os recém-criados bancos centrais se defrontaram quase que de imediato com dois problemas fundamentais. Primeiro, algumas das outras reformas, como liberalização de preços, desvalorizações iniciais (para corrigir moedas supervalorizadas) e reforma fiscal, produziram choques altistas, tudo de uma só vez e de intensidade considerável, no nível dos preços, disparando pressões consideráveis para a acomodação monetária desses choques. Segundo, os recém-criados bancos centrais tinham de criar os instrumentos e a perícia necessários para a supervisão dos recém-criados sistemas bancários, partindo praticamente do zero. Devido à pouca experiência na avaliação de riscos de empréstimos em economia de mercado e à herança de empréstimos atrasados e improdutivos, a construção da capacidade efetiva de supervisão era essencial para se evitar crises financeiras. Além dessas duas funções, que tradicionalmente se encontram no âmbito de suas atribuições, o BC era com frequência (e ainda o é) convocado a participar de decisões ou a assessorar em questões mais abrangentes, relativas à transição para a economia de mercado. Exemplos disso são a ordem das reformas e o estabelecimento da taxa de câmbio.

A postura fiscal, a IBC e a inflação

Os problemas políticos, econômicos e sociais associados à transição conduziram com frequência a déficits orçamentários substanciais. Como ficou ilustrado em exemplos recentes na Federação Russa, nesses casos apenas a independência legal do BC não garante a estabilidade de preços. Os mercados de capitais na maioria das EPC eram restritos, limitando seriamente a capacidade do governo de financiar déficits por meio de dívidas flutuantes. Como consequência, os déficits são financiados em sua maioria pela senhoriagem, alimentando a inflação. Nessas condições, limitações legais dos empréstimos ao governo e outras disposições que fortalecem a condição legal do BC não bastam para deter a maré de financiamento inflacionário. Parece, portanto, que, a menos que o governo seja capaz de equilibrar o orça-

mento, ou pelo menos manter os déficits pequenos, a inflação alta continuará mesmo que o BC tenha um grau relativamente alto de independência legal.

Dois casos extremos ilustram esse princípio geral. Ainda durante o primeiro estágio da transição, a República Tcheca conseguiu estabelecer o equilíbrio orçamentário e manteve-se fiel a ele, enquanto a Federação Russa incorria em elevados e persistentes déficits orçamentários. Correspondentemente, a taxa de inflação da República Tcheca foi uma das mais baixas das EES, enquanto a da Federação Russa foi uma das mais altas (mais detalhes sobre os casos tcheco e russo encontram-se em Tosovsky, 1994, e Popov, 1994, respectivamente). Se bem que o tema não tenha sido pesquisado sistematicamente, minha impressão é que os bancos centrais de ambos os países desfrutaram de razoável grau de independência *legal*, se bem que o estatuto do BC da República Tcheca reflita um grau um pouco mais elevado de independência legal.

De uma forma mais geral, existem razões para se acreditar que a independência legal do BC das EES é substancialmente menos efetiva como compromisso com a estabilidade de preços do que nas economias industrializadas. Primeiro, o grau em que a independência legal se traduz em independência de fato depende do respeito à lei nos diversos países. Como Triska (1994) argumenta vigorosamente, esse bem público foi em grande parte destruído sob o socialismo. É possível reconceber rapidamente a lei do BC, mas sua aplicação dependerá da tradição e das normas da sociedade. Como essas características mudam de maneira relativamente lenta, é provável que a correlação entre a independência legal e a independência de fato nas EES seja menor do que nos países industrializados. Segundo, existem indícios de que a divergência entre os mandatos de fato e legal do presidente do BC seja significativamente maior nos países em desenvolvimento do que nas economias industrializadas (Pal, 1993). Finalmente, quando um país empreende a reestruturação fundamental das instituições, a magnitude dos choques imprevistos e as tentações de desviar-se da lei são maiores do que em tempos normais. Uma ilustração desse princípio geral é a constatação de que as demissões de presidentes de bancos centrais são muito mais prováveis (não obstante a lei) depois da mudança de regime do que depois de mudanças políticas normais que não envolvem alterações nas regras básicas do jogo (Cukierman & Webb, 1995).

Por outro lado, durante períodos de grandes choques e reestruturação fundamental, como aqueles por que passaram as economias em transição, é mais provável que os políticos busquem a assessoria profissional do BC e o envolvam em uma faixa mais ampla de decisões do que em períodos de normalidade. Em algumas das EES, o BC é o assessor econômico do governo e em outros se encontra profundamente envolvido na definição da política cambial. Como Bruno (1994) destaca, a influência real do BC, como assessor, poderá ser aumentada se ele dispuser de uma boa equipe profissional em comparação com outras áreas do governo. Isso contrasta com os países industrializados, em que o BC não possui essas funções, pelo menos formalmente.

Os novos bancos centrais como supervisores do sistema financeiro

A tensão entre a estabilidade de preços e a estabilidade financeira levanta a questão já discutida anteriormente sobre a oportunidade de se atribuir ao BC a responsabilidade pelos dois objetivos ou de se delegar as funções de regulamentação e supervisão a uma agência separada. A discussão geral dos méritos e perigos de cada um desses arranjos institucionais aparece na seção anterior e não será repetida aqui. Mas se tecerão considerações adicionais decorrentes

das condições particulares das economias em transição. Um legado típico do passado das EPC é o tamanho relativamente grande dos empréstimos improdutivos ou ruins atualmente de posse do sistema bancário. Quando o BC é o responsável pela estabilidade financeira, é provável que se torne mais forte a tentação de usar a expansão monetária para tirar de apuros bancos insolventes ou evitar crises financeiras. Isso se deve às responsabilidades divididas do BC e também ao fato de que as pressões políticas sobre o banco, para que saia em socorro dos que estão em apuros, são muitos fortes. Esse perigo é particularmente relevante nas EES, em razão do tamanho da herança de dívidas ruins, sendo provável que se faça cada vez maior na proporção direta dos bancos que permanecem sob a propriedade do governo.

Outro inconveniente é que, detendo o BC a responsabilidade pelas duas funções, é mais fácil disfarçar operações de resgate e favoritismo, furtando-se dessa forma ao controle democrático sobre os gastos públicos. Um canal comum nas EES são os créditos dirigidos a taxas reais subsidiadas. Em um quadro inflacionário, o componente de subsídio desses empréstimos é uma função crescente da taxa de inflação. Ademais, como a taxa de inflação é incerta, torna-se difícil prever a proporção do subsídio.

Uma vantagem da responsabilidade conjunta é que possibilita a utilização das especializações necessárias à supervisão e à política monetária de maneira mais efetiva. Essa vantagem é mais importante nas EES em que essas especializações são relativamente escassas. Uma discussão mais completa dos prós e dos contras da colocação da supervisão nas mãos do BC no contexto das EES encontra-se em Rimshevichs (1994).

Além da questão relativa à localização institucional da supervisão e regulamentação do sistema financeiro, existe o *trade-off* entre o estímulo ao desenvolvimento de instituições financeiras privadas, sobretudo bancos, e a garantia de que essas instituições operem de maneira saudável. Esse problema é em grande parte específico das EES, que devem construir seu sistema financeiro praticamente a partir do zero. O problema é conseguir um equilíbrio razoável entre esses dois objetivos.²⁶ É provável que, estejam ou não formalmente encarregados das tarefas de supervisão, os bancos centrais das EES tenham de ter esse *trade-off* em mente ao tomarem decisões sobre política monetária.

O Banco Central da Rússia e a inflação russa

A elevada inflação ocorrida recentemente na Rússia é considerada, por alguns observadores casuais, como contrária ao ponto de vista de que IBC e inflação se relacionam negativamente. Alega-se que, não obstante o fato de o Banco Central da Rússia (BCR) ser legalmente independente do governo central, a taxa de inflação na Rússia é alta e persistente. Ademais, o BCR declarou publicamente que as fontes da inflação russa não são monetárias. Para explicá-las, o banco menciona fatores como determinação monopolista de preços, desregulamentação e outras barreiras ao fluxo dos recursos como principais responsáveis pela inflação. Mas, de outro lado, Fiodorov, ministro da Fazenda envolvido com a reforma, afirmou categoricamente que a fonte da inflação é monetária e atribuiu inteiramente ao BC e a seu presidente a responsabilidade pela expansão monetária gerada pelos créditos baratos (Popov, 1994). Parece, portanto, que no caso russo o BC usou sua independência para alimentar a inflação, enquanto o ministro da Fazenda, que normalmente se acredita seja gastador e ex-

²⁶ Algumas considerações pertinentes aparecem em Udell e Watchel, 1994.

pansionista, argumentava como um “administrador de BC conservador de Rogoff”, tendo em mente o pressuposto básico da abordagem estratégica à política monetária.

O que deveríamos concluir dessa interpretação dos acontecimentos na Rússia? Na minha opinião, há um exagero grosseiro da independência do BCR, de acordo com a definição padrão hoje aceita de que o BC é independente quando tem o mandato e a capacidade de se dedicar prioritariamente à obtenção da estabilidade de preços. Isso se baseia em diversas observações. Primeiro, em 1992 e 1993 o governo russo tomou emprestado grandes quantias ao BC a uma taxa nominal de 10% ao ano (Popov, 1994). As taxas de inflação nesses dois anos foram de 1.353% e 896%, respectivamente.²⁷ Isso é de todo incoerente com o comportamento de um BC independente. Segundo, embora seja legalmente independente do governo central, o BCR responde ao Parlamento, cujos membros agem provavelmente como representantes de várias bases famintas de empréstimos. Aizenman (1992) demonstrou que nesses casos existe o problema dos aproveitadores, levando a um viés inflacionário que aumenta na proporção das diferentes facções existentes no Parlamento. O comportamento do BCR é, portanto, coerente com o ponto de vista de que ele atua em grande parte como substituto do Parlamento. A inflação é alta porque o Parlamento representa muitas bases e porque o BCR é *altamente dependente do Parlamento*, em vez de ser independente.

O recente episódio russo traz à lembrança o evento histórico mais distante da hiperinflação alemã do período pós-I Guerra Mundial. Em meados de 1922, por insistência dos aliados, o Reichsbank (o BC alemão da época) tornou-se mais independente do governo graças ao aumento da proporção de membros não designados pelo governo em sua junta de diretores. Apesar dessa alteração, não houve mudança sensível na taxa de desconto de títulos do Reichsbank. Mas a composição dos títulos descontados mudou. Até a alteração, o Reichsbank só descontava títulos do Tesouro. Depois dela, passaram a ser descontados títulos do Tesouro e títulos privados. Em vez de tentar deter a hiperinflação, os membros recém-nomeados da diretoria do BC (industriais e banqueiros) trataram de garantir que também suas bases participassem das receitas de senhoriagem (Holtfrerich, 1986:186; e Cukierman, 1988:61).

Esses dois episódios são coerentes com o ponto de vista de que a IBC pode funcionar razoavelmente bem como dispositivo de prevenção, mas não de cura. Depois que a inflação se desenvolver, é improvável que o aumento da independência legal do BC, sem as medidas complementares, a detenha (Cukierman, 1992:449).

10. O Banco Central Europeu e a economia política da união monetária

O padrão do estatuto do Banco Central Europeu (BCE), conforme traçado pelo Tratado de Maastricht, segue o do Bundesbank. A meta primária do banco é a manutenção da estabilidade de preços. Sem prejuízo desse objetivo, supõe-se que o banco também apóie as políticas econômicas gerais da Comunidade. Para capacitar o banco para a realização dessa tarefa, o tratado o dota de suficiente independência legal. O estatuto concede ao BCE instrumentos, além de independência limitada de metas, protegendo-o fortemente das pressões para emprestar dinheiro aos governos-membros.²⁸

²⁷ É digno de nota o fato de que o BCR foi em geral muito lento em ajustar suas taxas de empréstimos à inflação. Como consequência, quem teve a sorte de conseguir empréstimos do BCR obteve subsídios correspondentes a uma boa proporção do empréstimo.

²⁸ Os detalhes estão nas páginas 148-82 do Tratado da União Européia (1992).

Apesar de o tratado prever a união monetária para antes do final deste século, grandes incertezas ameaçam atualmente sua criação — e por diversas razões. Primeiro, é possível que um bom número de países da CEE não esteja em condições de cumprir os critérios de convergência do Tratado de Maastricht antes da virada do século. Segundo, à medida que o horizonte temporal da implementação da união fica mais curto, em diversos países aumenta o público que se envolve na questão e demonstra maior ceticismo quanto ao fato de ser desejável essa união. Essas tendências e a relutância tradicional do Reino Unido em se associar levam à idéia de uma união de duas velocidades, que incluiria inicialmente Alemanha, França e países como Áustria, Países Baixos e Bélgica, que mantêm vínculos cambiais com o marco alemão. Mas até mesmo as perspectivas dessa união menor vêm-se estreitando, na medida em que cresce a oposição popular a ela na Alemanha.²⁹ Na ausência da Alemanha, o “país-âncora”, a união perde sentido.

Pressupondo-se a realidade de um mercado único e de fluxos irrestritos de capital, as políticas monetárias não poderiam coexistir com taxas de câmbio fixas no longo prazo (Padoa-Schioppa, 1994). É provável, portanto, que a União Monetária Européia (UME) venha a ser colocada em prática em um prazo muito longo, apesar da oposição cada vez mais forte que enfrenta. Mas isso talvez só ocorra bem depois do início do próximo século, o que levanta dois problemas para os proponentes da união:

- a) como gerar o consenso político necessário para criá-la;
- b) se a união for colocada em prática, como estruturar suas instituições.

Essas questões serão tratadas sucintamente nas duas subseções seguintes.

Negociações sobre o formato da união monetária

O lançamento da UME deveu-se originariamente tanto a razões políticas quanto a econômicas. Os primeiros visionários da união tinham em mente, e provavelmente ainda têm, a unificação *política* européia. Dentro de uma união monetária (UM) de programa tão amplo, parecia relativamente fácil implementar o primeiro passo. Mas os eventos subsequentes demonstraram que se subestimaram as dificuldades políticas na rota da UM. O problema básico consistia em que a Alemanha e os países do círculo do marco alemão estavam relativamente pouco dispostos a pôr em risco a estabilidade de preços para se envolverem em políticas de estabilização. Como consequência, surgiram divergências naturais com relação à futura forma da UME. Os alemães gostariam de ter um BCE altamente independente, que estendesse o *modus operandi* do Bundesbank e do sistema financeiro alemão a toda a união. Eles também insistiram na estrita concordância com os critérios de convergência do Tratado de Maastricht. Outros países, como a França, viam a união como um meio de se apropriar de parte da credibilidade do Bundesbank, ao mesmo tempo em que desejavam a manutenção de mais flexibilidade para possibilitar a política de estabilização e não demonstravam muita vontade de abdicar de suas instituições financeiras e monetárias.

²⁹ Pesquisas recentes revelam que a maioria dos alemães se opõe à união.

Não resta dúvida de que a Alemanha desfruta de uma forte posição de barganha em quaisquer negociações que possam conduzir à formação de uma união monetária europeia. E isso por duas razões:

- a) pela sua óbvia posição dominante na Europa;
- b) pela capacidade demonstrada de fornecer uma âncora nominal estável a outros países durante a era SME e depois.

A Alemanha prestou bons serviços a outros países na CEE. Se ela ceder muito nas negociações presentes e futuras em torno do grau de flexibilidade permitido ao BCE, esse bem público sairá prejudicado.³⁰ A forte posição de barganha da Alemanha é reforçada ainda pelo fato de que este é o entendimento comum.

Portanto, resta a importante questão sobre quais seriam os incentivos para a Alemanha se integrar a uma união monetária cuja estrutura institucional não se conforma com os padrões do Bundesbank. Uma das vantagens econômicas de a Alemanha fazer parte da união é que isso eliminaria a capacidade de outros países de usar desvalorizações competitivas contra ela. E, como se observou acima, existe também a vantagem política, comum a todos os países, inclusive à Alemanha, de que a UME pode servir de trampolim para a união política.³¹

Como deve estruturar-se a UME: questões em aberto

O Tratado de Maastricht delineia a “constituição” fundamental para o BCE. Mas deixa em aberto muitas questões que terão de ser resolvidas caso a união em algum momento venha a ser criada. Algumas das questões em aberto estão sendo examinadas pelo recém-fundado Instituto Monetário Europeu (IME). Ocorre, em geral, um *trade-off* básico entre o planejamento detalhado com antecedência e a preservação da flexibilidade necessária para a adaptação a desdobramentos imprevistos. Esse *trade-off* é particularmente importante diante de mudanças estruturais fundamentais, como é o caso da formação de uma união monetária. Essas mudanças propiciam o surgimento de muitos fatores imponderáveis, o que valoriza muito a capacidade de reação a acontecimentos imprevistos. Por outro lado, devem-se colocar em prática alguns dispositivos institucionais básicos que estabeleçam as regras do jogo para os mercados financeiros e também para os formuladores de políticas, a fim de se evitar o caos. A consecução do equilíbrio correto entre essas duas necessidades não é fácil, e alguns erros provavelmente serão inevitáveis. É possível que o planejamento flexível antecipado, envolvendo a preparação de diversas contingências, reduza a dimensão dos erros e também a sua probabilidade.

Quando autoridades fiscais diferentes têm acesso ao crédito do BC, cada uma delas internaliza apenas uma fração do efeito que o seu crédito tem sobre a taxa geral de inflação da união (Aizenman, 1992). Conscientes desse perigo, os elaboradores do projeto do estatuto do BCE predeterminam regras para a distribuição antecipada da senhoriagem. Mesmo com a aplicação dessas salvaguardas, o BCE poderia envolver-se em políticas redistributivas entre países, concentrando suas operações de mercado aberto na dívida pública de determinados

³⁰ Uma discussão mais detalhada aparece em Meltzer (1995).

³¹ O aprofundamento dessa questão encontra-se na seção 7 de Cukierman (1995a).

países. Como acontece com a senhoriagem direta, isso abriria a porta a *lobbies* e influências políticas. Mas a solução institucional para esse problema não está clara. Obviamente, é sempre possível prescrever que toda venda ou compra em mercado aberto deva conter proporções predeterminadas de dívida pública dos países-membros. Por outro lado, isso reduziria a liberdade do banco para usar seu principal instrumento de políticas em sintonia com os acontecimentos de curto prazo dos mercados monetários. É provável que o formato final da instituição apropriada exija certa experimentação e que a otimização de sua estrutura venha a requerer o máximo de discernimento.

Uma importante questão em aberto é como organizar a transição para a união monetária e garantir que o BCE herde, logo de saída, a maior parte da, senão toda a, credibilidade acumulada do Bundesbank. Manter a credibilidade do Bundesbank na transição será, no longo prazo, uma estratégia mais eficiente do que arranhá-la seriamente e depois ter de reconstruí-la em um longo período de tempo.

É muito provável que, caso seja criada antes da virada do século, a união acabe incluindo apenas um subconjunto de países da CEE. Isso levanta a importante questão sobre a maneira de limitar a variabilidade da taxa de câmbio real entre os países que integram a união monetária e os países restantes da CEE. A redução da variabilidade da taxa de câmbio real entre os de "dentro" e os de "fora" parece importante para o funcionamento ordenado do Mercado Único Europeu.³²

O Tratado de Maastricht requer convergência nos déficits orçamentários e nas dívidas públicas como pré-condição para a associação à união monetária. Mas, depois do ingresso na união, permite-se que as políticas fiscais dos países integrantes diverjam. Fica em aberto a importante questão do estabelecimento de critérios de convergência fiscal *permanente* para os membros da UME.

A imposição de uma meta ou de metas nominais para o BCE parece desejável. Possíveis candidatas são as metas monetárias, metas para a inflação e, talvez durante a transição, cambiais. A discussão dessas questões é aprofundada em Cukierman (1995b).

Outras questões abertas incluem a escolha de instrumentos de política monetária e o grau de uniformidade de instrumentos entre os países da união. É importante a consideração da garantia de um grau suficiente de arbitragem entre os diferentes centros financeiros da comunidade, para que a política monetária se difunda rápida e uniformemente dentro da união. A harmonização na regulamentação dos sistemas de pagamento é necessária para se realizar a integração do mercado interbancário. Da mesma forma, é desejável a extensão da harmonização aos instrumentos e procedimentos de política monetária para se evitar a arbitragem regulamentadora e a conseqüente redistribuição da atividade financeira. Monticelli e Vinals (1993) aprofundam o tratamento dessas questões.

11. Incerteza quanto a instrumentos e incerteza quanto à estrutura da economia

Há 30 anos, Brainard (1967) demonstrou, em um arcabouço keynesiano, que a incerteza quanto aos parâmetros da economia reduz o grau de ativismo das políticas. Os efeitos da incerteza de parâmetros sobre o grau de ativismo das políticas e sobre o seu viés inflacionário

³² Essa terminologia se deve a Lamfalussy.

tem sido reconsiderado ultimamente no contexto da formulação endógena de políticas do tipo Barro e Gordon. Em particular Swank (1994) mostra que a incerteza quanto à inclinação da curva de Phillips a curto prazo não afeta o ativismo das políticas nem o seu viés inflacionário (ver subseção "A justificativa teórica" para a definição). Tampouco a incerteza cumulativa afeta os efeitos dos instrumentos de políticas.

Mas a incerteza *multiplicadora* quanto aos efeitos dos instrumentos monetários sobre o crescimento monetário e a inflação reduz o conhecido viés inflacionário das políticas. A intuição é simples. Na presença de maior incerteza multiplicadora quanto ao efeito dos instrumentos monetários sobre a inflação, o nível da incerteza de inflação aumenta com o grau de ativismo das políticas. Como, nesses tipos de modelos, os formuladores de políticas não gostam da incerteza de inflação,³³ uma incerteza multiplicadora maior reduz o grau de ativismo das políticas e, com ele, o viés inflacionário. Assim, existindo problemas de credibilidade, determinados tipos de incerteza quanto a instrumentos podem na verdade aumentar o bem-estar, pela redução do incentivo aos formuladores de políticas de se envolverem em políticas de estabilização. Devereux (1987) aborda um ponto relacionado com essa matéria. Ele mostra que, dentro de certa faixa, o aumento da incerteza monetária pode aumentar o bem-estar, elevando o grau de indexação salarial e, portanto, desestimulando os formuladores de políticas a promoverem a produção por meio de surpresas monetárias.

Letterie (1995) estende a análise de Swank (1994) ao caso em que os formuladores de políticas têm informações privadas sobre choques econômicos, podendo, portanto, envolver-se em políticas de estabilização socialmente desejáveis. Nesse caso mais geral, a maior incerteza multiplicadora quanto aos efeitos dos instrumentos de políticas tem dois efeitos conflitantes sobre o bem-estar. Ao reduzir o grau de ativismo das políticas, a incerteza maior reduz o viés inflacionário, como na estrutura de Swank, mas diminui também o grau em que os formuladores utilizam suas informações privadas para se envolverem em políticas de estabilização. Esse efeito reduz o bem-estar. O nível "ótimo" da incerteza quanto aos instrumentos depende dos parâmetros da função-objetivo do formulador de políticas e da variância do choque econômico. Lippi (1995) estende essa análise ao caso de dois instrumentos de políticas, cada um deles com seu próprio grau de incerteza multiplicadora.

Como fato positivo, o resultado de que a incerteza multiplicadora quanto aos instrumentos pode aumentar o bem-estar em certos casos e reduzi-lo em outros é útil e interessante. Mas isso não significa que se deve aumentar deliberadamente a incerteza quanto aos instrumentos para reduzir o viés inflacionário das políticas. Sabe-se muito bem que existem dispositivos alternativos mais eficientes para a eliminação desse viés, muitos dos quais foram apresentados neste levantamento

Referências bibliográficas

Aizenman, J. Competitive externalities and the optimal seignorage. *Journal of Money, Credit and Banking*, 24:61-71, 1992.

Alesina, A. Macroeconomics and politics. In: Fischer, S. (ed.). *NBER Macroeconomic Annual*. Cambridge, MA, MIT Press, 1988.

———. Politics and business cycles in industrial democracies. *Economic Policy*, 8:57-98, 1989.

³³ O modelo normal pressupõe que a função-objetivo é quadrática na presença de inflação.

——— & Gatti, R. How independent should the central bank be? *American Economic Review*, 85:196-200, May 1995.

——— & Summers, L. Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of the Money, Credit and Banking*, 25:151-62, 1993.

Ammer, J. & Freeman, T. *Inflation targeting in the 1990s: the experiences of New Zealand, Canada and the United Kingdom*. Board of Governors of the Federal Reserve System, 1994. (International Finance D.P., 473.)

Bade, R. & Parkin, M. *Central bank laws and monetary policy*. Department of Economics, University of Western Ontario, 1980, 1985. (Manuscrito.)

Baltensperger, E. Central bank policy and lending of last resort. In: Bruni, F. (ed.). *Prudential regulation, supervision and monetary policy*. Bocconi University, The Paolo Baffi Center, 1993.

Barro, R. J. & Gordon. A positive theory of monetary policy in a natural rate model. *Journal of Political Economy*, 91:589-610, 1983.

Brainard, W. C. Uncertainty and the effectiveness of policy. *American Economic Review*, 57:411-25, 1967.

Bruno, M. *Crisis, stabilization and economic reform: therapy by consensus*. Oxford, Oxford University Press, 1993.

———. Political economy of central banks: theory and practice. In: *Conference on the Constitutional Status of Central Banks in Eastern Europe*, University of Chicago Law School, 1994.

——— & Easterly, W. *Inflation crises and long run growth*. The World Bank, 1994. (Manuscrito.)

Cukierman, A. Rapid inflation-deliberate policy or miscalculation? In: *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 29:11-75, Autumn 1988.

———. *Central bank strategy, credibility and independence: theory and evidence*. Cambridge, MA, The MIT Press, 1992.

———. Central bank independence, political influence and macroeconomic performance: a survey of recent developments. *Cuadernos de Economía*, 30(91):271-91, Dec. 1993.

———. Central bank independence and monetary control. *The Economic Journal*, 104:1.437-48, Nov. 1994a.

———. Commitment through delegation, political influence and central bank independence. In: Wijnholds, J. O. de Beaufort; Eijffinger, S. C. W. & Hoogduim, L. H. (eds.). *A framework for monetary stability*. Boston, Lancaster, Dordrecht, Kluwer Academic, 1994b. (Financial and Monetary Studies).

———. How can the European central bank become credible? In: *CEPR Conference on What Monetary Policy for the European Central Bank?* Frankfurt, 1995a.

———. Targeting monetary aggregates and inflation in Europe. In: *Conference on Future European Monetary Policy*. Frankfurt, 1995b.

———. Towards a systematic comparison between inflation targets and monetary targets. In: Leiderman, L. & Svensson, L. (eds.). *Inflation targets*. London, CEPR, 1995c.

———; Edwards, S. & Tabellini, G. Seignorage and political instability. *American Economic Review*, 82:537-55, 1992.

———; Kalaitzidakis, P.; Summers, L. H. & Webb, S. B. Central bank independence, growth, investment and real rates. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39:95-145, Autumn 1993.

———; Kiguel, M. & Leiderman, L. Transparency and the evolution of exchange rate flexibility in the aftermath of disinflation. In: Eckstein, Z.; Hercowitz, Z. & Leiderman, L. (eds.). *Financial factors in stabilization and growth*. Cambridge, Cambridge University Press, 1996.

——— & Liviatan, N. Optimal accommodation by strong policymakers under incomplete information. *Journal of Monetary Economics*, 27:99-127, 1991.

———; Rodriguez, P. & Webb, S. B. Central bank autonomy and exchange rate regimes — their effects in monetary accommodation and activism. In: Eijffinger, S. & Huizinga, H. (eds.). *Positive political economy-theory and evidence*. Cambridge, Cambridge University Press, 1996.

——— & Webb, S. B. Political influence on the central bank: international evidence. *The World Bank Economic Review*, 9 (3):397-423, Sept. 1995.

———; Webb, S. & Neyapti, B. The measurement of central bank independence and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review*, 6:439-58, Sept. 1992.

DeBelle, G. & Fischer, S. How independent should a central bank be? In: Fuhrer, J. C. (ed.). *Goals, guidelines and constraints facing monetary policymakers*. Federal Reserve Bank of Boston, 1994.

De Long, J. B. & Summers, L. H. Macroeconomics policy and long run growth. Harvard University, 1992. (Manuscrito.)

Devereux, M. The effect of monetary variability on welfare in a simple macroeconomic model. *Journal of Monetary Economics*, 19:427-35, 1987.

Downes, P. & Vaez-Zadeh, R. (eds.). *The evolving role of central banks*. Washington, D.C., IMF, 1991.

Eijffinger, S. & Schaling, E. *Central bank independence: criteria and indices*. Department of Economics, Tilburg University, 1992. (Research memorandum, 548.)

———. Central bank independence in twelve industrial countries. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* (184):64-8, Mar. 1993.

———. The ultimate determinants of central bank independence. In: Eijffinger, S. & Huizinga, H. (eds.) *Positive political economy — theory and evidence*. Cambridge, Cambridge University Press, 1996.

Eijffinger, S. & Haan, J. de. The political economy of central bank independence. Center, Tilburg University, 1995. (Manuscrito.)

Fischer, S. Modern central banking. In: Capie, F.; Goodhart, C.; Fischer, S. & Schnadt, N. (eds.). *The future of central banking*. Cambridge, UK, Cambridge University Press, 1995.

Flood, R. F. & Isard, P. Monetary policy strategies. *IMF Staff Papers*, 36:612-32, 1989.

Goodhart, C. & Shoenmaker, D. Institutional separation between supervisory and monetary agencies. In: Bruni, F. (ed.). *Prudential regulation, supervision and monetary policy*. The Paolo Baffi Center, Bocconi University, 1993.

——— & Vinals, J. *Strategy and tactics of monetary policy: examples from Europe and the Antipodes*. Bank of Spain, 1994. (DP, 9.425.)

Grilli, V.; Masciandaro, D. & Tabellini, G. Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries. *Economic Policy*, 13:341-92, 1991.

Haan, J. de & Sturm, J. E. The case for central bank independence. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* (182):305-27, 1992. Reproduzido em: Parkin, M. (ed.). *The theory of inflation*. Edward Elgar, 1994.

——— & Van't Hag, G. J. Variation in central bank independence across countries: some provisional empirical evidence. *Public Choice*, 81, 1994.

Havrilesky, T. M. Screening FOMC members for their biases and dependability. *Economics and Politics*, 3:139-49, 1991.

———. *The pressures on American monetary policy*. Norwell, MA, Kluwer Academic, 1993.

Herrendorf, B. Transparency, reputation, and credibility under floating and pegged exchange rate. European University Institute, 1995. (Manuscript.)

Hinton-Braaten, K. New central banks. In: *Conference on the Constitutional Status of Central Banks in Eastern Europe*. University of Chicago Law School, 1994.

Hochreiter, E. Central banking in economies in transition: institutional and exchange rate issues. *The Paolo Baffi Conference on Central Bank Independence and Accountability*, Milan, 1994.

Holtfrerich, C. L. *The German Inflation 1914-1923*. Berlin e New York, Walter de Gruyter, 1986.

Johnson, D. R. & Siklos, P. L. *Empirical evidence on the independence of central banks*. Wilfried Laurier University, 1994. (Manuscript.)

Kydland, F. E. & Prescott, E. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85:473-92, 1977.

Leiderman, L. & Svensson, L. (eds.). *Inflation targets*. London, CEPR, 1995.

Letterie, W. *Imperfect control of instruments in a model of monetary policy: strategy or constraint?* Rotterdam, Erasmus University, 1995. (Manuscript.)

Lippi, F. Rules versus discretion with two policy instruments. Rotterdam, Erasmus University, Timbergen Institute, 1995. (Discussion Paper, 95-156.)

Logue, D. E. & Willet, T. D. A note on the relation between the rate and the variability of inflation. *Economica*, 43:151-8, 1976.

Lohmann, S. Optimal commitment in monetary policy: credibility versus flexibility. *American Economic Review*, 82:273-86, 1992.

Maxfield, S. *The politics of central banking in developing countries*. Department of Political Science, Yale University, 1995. (Manuscript.)

McCallum, B. Two fallacies concerning central bank independence. *American Economic Review Papers and Proceedings*, 85:207-11, May 1995.

McKinnon, R. I. *Money and capital in economic development*. Washington, D.C., The Brookings Institution, 1973.

Melitz, J. Monetary discipline, Germany and the European Monetary System: a synthesis. In: Giavazzi, F.; Micossi, S. & Miller, M. (eds.). *The European monetary system*. Cambridge, UK, Cambridge University Press, 1988.

Meltzer, A. H. Money and the European Union. In: *Conference on Future European Monetary Policy*, Frankfurt, 1995.

Monticelli, C. & Vinals, J. *European monetary policy in stage three: what are the issues?* 1993. (CEPR Occasional Paper, 12.)

Obstfeld, M. Destabilizing effects of exchange rate escape clauses. Cambridge, MA, 1991. (NBER, WP 3603.)

Pal, N. The effect of statutory laws on turnover at central bank. Dept. of Economics, Tel-Aviv University, 1993.

Padoa-Schioppa, T. *The road to monetary union in Europe*. Oxford and New York, Oxford University Press, 1994.

- Persson, T. & Tabellini, G. Designing institutions for monetary stability. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39:53-84, Autumn 1993.
- Popov, V. Central bank independence and inflation in Russia. In: *Conference on the Constitutional Status of Central Banks in Eastern Europe*. University of Chicago Law School, 1994.
- Posen, A. S. Why central bank independence does not cause low inflation: there is no institutional fix for politics. *The Amex Bank Review*, 1993.
- Rimshevichs, I. The role of the central bank in supervision: pros and cons. In: *Conference on the Constitutional Status of Central Bank in Eastern Europe*. University of Chicago Law School, 1994.
- Rogoff, K. The optimal degree of commitment to a monetary target. *Quarterly Journal of Economics*, 100:1.169-90, 1985.
- Roll Report. Independent and accountable: a new mandate for the Bank of England. A report of an independent panel chaired by Eric Roll. London, CEPR, 1993.
- Silkos, P. *Establishing central bank independence: recent experiences in developing countries*. Wilfried Laurier University, 1994. (Manuscript.)
- Svensson, L. *Optimal inflation targets, "conservative" central banks and linear inflation contracts*. Institute for International Economic Studies, Stockholm University. 1995. (Manuscript.)
- Swank, O. H. Better monetary control may increase the inflationary bias of policy. *Scandinavian Journal of Economics*, 96:125-31, 1994.
- Tosovsky, J. The role of the central bank in transition to a market economy. In: *Conference on the Constitutional Status of Central Banks in Eastern Europe*. University of Chicago Law School, 1994.
- Triska, D. Central bank independence: the theory and practice in the Czech Republic. In: *Conference on the Constitutional Status of Central Banks in Eastern Europe*. University of Chicago Law School, 1994.
- Udell, G. F. & Wachtel, P. Financial system design for formerly planned economies: defining the issues. School of Business, NYU, 1994. (EC-94-27.)
- Walsh, C. Is New Zealand's Reserve Bank Act of 1989 an optimal central bank contract? *Journal of Money, Credit and Banking*, Forthcoming, 1995a.
- . Optimal contracts for independent central bankers. *American Economic Review*, 85:150-67, Mar. 1995b.