

A Teoria da Independência do Banco Central: Uma Interpretação Crítica

Helder Ferreira de Mendonça

Professor do Departamento de
Economia da UFF

RESUMO

A discussão que envolve a independência dos bancos centrais tem apresentado como principal argumento teórico a hipótese de que policy-makers são sujeitos ao viés inflacionário intrínseco à condução da política monetária. Além disso, tem sido destacado pela literatura que há um consenso entre os economistas de que bancos centrais têm a meta natural da busca da estabilidade de preços. Nesse sentido, o presente artigo faz uma análise crítica dos principais argumentos que dão suporte à proposição de independência. Os resultados obtidos indicam que a independência do banco central, sob o ponto de vista teórico, apresenta uma série de dissensões que colocam em dúvida os possíveis benefícios oriundos da adoção de um banco central independente.

PALAVRAS-CHAVE

independência do banco central, estabilidade de preços, política monetária, metas inflacionárias

ABSTRACT

The debate over independence of central banks has assumed as the main theoretical argument the hypothesis that policy-makers are subject to the inflation bias inherent in the management of the monetary policy. Besides, it has been highlighted by the literature that there is a consensus among the economists that central banks have the natural goal of pursuing the price stability. In this sense, the present article makes a critical analysis of the main arguments that give support to the independence proposition. The findings denote that independence of the central bank, under theoretical perspectives, have a set of disagreeing ideas that put in doubt the possible advantages obtained from the adoption of an independent central bank.

KEY WORDS

independence of central banks, price stability, monetary policy, inflation targets

JEL Classification

E52, E58

“As Shakespeare has said, ‘To err is human.’ Why should we expect anything less or more of central bankers than of other mortals.” (STIGLITZ, 1999, p. 7)

INTRODUÇÃO

No período recente, diversos países realizaram modificações na legislação dos bancos centrais de forma a torná-los mais autônomos em relação ao governo.¹ Tais mudanças visam conceder maior autonomia para as autoridades monetárias de forma que estas direcionem sua atenção ao objetivo principal da estabilidade de preços em detrimento de outros objetivos, como alto nível de emprego, crescimento econômico, financiamento do déficit orçamentário, etc.

O sucesso na manutenção de baixas taxas de inflação, atribuído ao alto grau de independência dos bancos centrais (IBCs) como o *Bundesbank* e o Banco Nacional da Suíça, influenciou de forma decisiva a posição do Sistema Europeu de Bancos Centrais no processo de unificação monetária européia. Por meio do acordo de Maastricht em dezembro de 1991, o Conselho Europeu decidiu que o objetivo primário do Banco Central Europeu é a manutenção da estabilidade de preços. A justificativa para esse procedimento se apóia, em grande parte, na declaração feita por diversos economistas² em todo o mundo, que têm argumentado que o conjunto institucional de um banco central (BC) pode influenciar os resultados econômicos.

É diante de um cenário onde os BCs são apontados como elemento de causalidade no processo de estabilidade de preços no sistema que a proposta de IBC ganha destaque tanto no nível político quanto acadêmico no fim dos anos 80 e na década de 90. Por meio de um argumento diferente daqueles que defendem a fixação de regras, as autoridades monetárias, livres das amarras do governo, seriam capazes de perseguir suas verdadeiras metas. Dessa forma, o problema com a política monetária passaria a ser resultado das pressões políticas que forcem a autoridade monetária a se desviar de sua função natural - a defesa do poder de compra da moeda.

1 Dentre os diversos casos pode-se citar: Nova Zelândia, Chile, México, Argentina, Espanha, França, Reino Unido, Canadá, Suécia, Austrália, Finlândia e Israel.

2 Ver ROGOFF (1985); CUKIERMAN (1992); CUKIERMAN, WEBB & NEYAPTI (1992); ALESINA & SUMMERS (1993) e WALSH (1995).

A discussão que envolve a IBCs apresenta dois pilares: um teórico e outro empírico. O argumento teórico baseia-se na hipótese de que os responsáveis pela política monetária são sujeitos ao viés inflacionário intrínseco à sua condução. No que se refere ao caráter empírico, o ponto principal da discussão resulta da observação da existência de correlação negativa entre o grau de IBC e a inflação.³

O artigo tem por objetivo fazer uma interpretação da literatura de IBC sob uma perspectiva crítica. O estudo apresenta-se estruturado da seguinte forma: a primeira seção analisa os argumentos teóricos da proposição de IBC; a segunda faz uma taxonomia dos modelos de independência; a terceira apresenta a interpretação de keynesianos e monetaristas sobre a proposição de IBC; a quarta realiza uma breve análise sobre as metas inflacionárias; por último é apresentada a conclusão dos pontos levantados ao longo do artigo.

1. ARGUMENTOS TEÓRICOS PARA IBC

A essência do debate sobre IBC pode ser entendida pelas palavras de Cukierman, Webb e Neyapti (1992, p. 353-354)

“...Economists and practitioners in the area of monetary policy generally believe that the degree of independence of the central bank from other parts of government affects the rates of expansion of money and credit and, through them, important macroeconomic variables, such as inflation and the size of the budget deficit.”

O significado do termo **independência** tem aparecido, na maior parte da literatura, como a capacidade do BC em não ceder diante das forças políticas para monetizar grandes déficits orçamentários, isto é, há a necessidade de independência institucional em relação aos poderes Executivo e Legislativo.

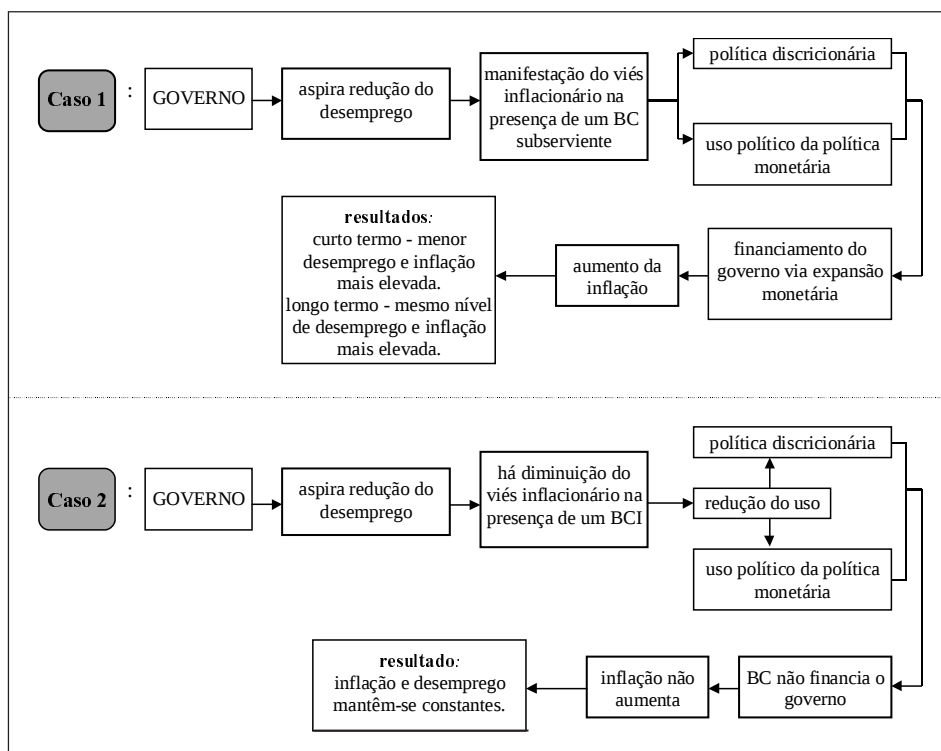
Fischer (1995) estabelece a definição do conceito de independência como sendo resultado de outros dois: **independência de instrumento** (*instrument independence*) e **independência de meta** (*goal independence*). No primeiro caso, há a necessidade que o BC tenha à sua disposição os instrumentos necessários para que possa alcançar seus objetivos sem depender de nenhuma outra autoridade

3 Ainda que relevante, a análise empírica sobre IBC não será discutida neste artigo. Para uma análise empírica realizada pelo autor, ver MENDONÇA (1998).

política. Por outro lado, a independência de meta refere-se à liberdade que o BC possui para definir qual o objetivo a ser alcançado.

“The distinction between goal and instrument independence helps make sense of the apparent anomaly that at same time as CBI is gaining academic and policy support, so once again are nominal exchange-rate pegs. A central bank with the task of maintaining an exchange-rate peg has no goal independence; it may or may not have instrument independence, depending on how tightly specified are the constraints placed on it in creating credit. (...) The most important conclusion of both the theoretical and empirical literatures is that a central bank should have instrument independence, but should not have goal independence. (...) Instrument independence implies that the central bank should be free of any obligation to finance government budget deficits, directly or indirectly, and should have the power to determine interest rates.” (FISCHER, 1995, p. 202-203, grifo meu)

ESQUEMA 1



O Esquema 1 apresenta de forma intuitiva como um banco central independente (BCI) pode levar a um resultado superior, em termos de inflação e desemprego, à de um BC subserviente. O primeiro caso compreende a situação, na presença de um BC subserviente, em que o viés inflacionário do responsável pela política se manifesta devido ao interesse de reduzir o nível de desemprego. Nesta situação, o BC tende a acomodar o objetivo de aumentar o emprego por meio de uma expansão monetária. A consequência de longo termo é o mesmo nível de desemprego inicial e maior inflação.⁴ O segundo caso mostra que um BCI atenua o viés inflacionário da autoridade política, sendo capaz de neutralizar uma expansão monetária oriunda de mau gerenciamento da política. Logo, a tentativa do uso de uma política inflacionária não se materializa e o nível de emprego não varia.

Em linhas gerais, dois argumentos básicos são utilizados para justificar a adoção de um BCI:⁵

- (i) o viés inflacionário de políticas discricionárias (neste caso, a análise deriva do debate intitulado regras *versus* discricionariedade⁶) - a análise padrão sobre o comportamento discricionário da política monetária indica que há um incentivo para as autoridades monetárias reduzir o desemprego por meio de políticas inflacionárias. O problema consiste no fato de que no longo termo o efeito de uma expansão monetária sobre o emprego desaparece, enquanto que o aumento da inflação perdura. Em contrapartida, se forem adotadas regras, o viés inflacionário fica impedido de se manifestar, o que implica ser um resultado preferível ao comportamento discricionário. Sob esta perspectiva, um importante mecanismo institucional capaz de evitar a ação discricionária do governo seria o uso de agências independentes.
- (ii) uso político da política monetária (derivado da análise sobre dominância fiscal e ciclo político eleitoral) - admitindo-se que há distinção entre a autoridade monetária e a fiscal, sendo a última predominante (SARGENT & WALLACE, 1981); se o público não estiver disposto a absorver um

4 O principal argumento por trás desta idéia é o *trade-off* inflação-desemprego presente na Curva de Phillips.

5 Agradeço a um parecerista por esta organização.

6 Este debate envolve a questão de como minimizar perdas sociais quando medidas políticas precisam ser tomadas em diversos períodos no tempo. Uma das principais questões que emergem é se as autoridades políticas devem agir de acordo com regras que determinam as ações a serem feitas em qualquer momento, ou se devem otimizar a escolha dos instrumentos políticos a cada período no tempo.

déficit adicional, as autoridades monetárias irão ser forçadas a financiar o governo via emissão de moeda. Por outro lado, assumindo-se a autoridade monetária como dominante, as autoridades fiscais irão ser forçadas a reduzir o déficit (ou não reconhecer parte da dívida). Quanto ao ciclo político eleitoral, observa-se que governos em períodos próximos às eleições tendem a preferir maior nível de emprego à menor taxa de inflação, pois acreditam que dessa forma conseguirão se reeleger ou favorecer a eleição dos candidatos de seu partido político. Destarte, há uma tendência dos governos pressionarem os responsáveis pela política monetária para que implementem políticas que visam ao aumento do produto. Isto implica dizer que, se houver na economia um BC subserviente, existe uma propensão a expandir a oferta monetária com o objetivo de reduzir o nível de desemprego. Em suma, períodos de mudança de governo tendem a provocar maior variabilidade da inflação, sobretudo se as autoridades monetárias forem dominadas por eleições políticas.

2. A TAXONOMIA DOS MODELOS DE IBC

A premissa básica da proposição de IBC é a busca da estabilidade de preços. Existe a crença de que BCIs são mais críveis para utilizar políticas de desinflação, e que, por conseguinte, tais instituições recebem um bônus correspondente à credibilidade⁷ que reduz o custo de manter a inflação baixa.

A estrutura padrão dos modelos de IBC assume que BCs minimizam uma função de perda social que corresponde a⁸

$$L(\pi) = w\pi_t^2 + (y_t - k\bar{y})^2, \quad w > 0 \text{ e } k > 1 \quad (1)$$

7 O conceito **credibilidade** pode ser entendido como o nível de confiança que os agentes econômicos depositam na exequibilidade de uma política anunciada ser implementada e ser cumprida até o fim. Ou seja, uma política inspirará maior credibilidade se ela sinalizar aos agentes uma chance reduzida da ocorrência de inconsistência temporal. Assim, se por exemplo o BC ao longo de sua história obteve êxito no combate à inflação (o que implica conquista de reputação) os agentes acreditam que o BC terá sucesso no controle da inflação futura, o que, por sua vez, denota alto grau de credibilidade.

8 O conjunto analítico adotado baseia-se em BLANCHARD & FISCHER (1989). A notação adotada difere em dois aspectos: é utilizado $L(\pi_t)$, ao invés de M , para denotar o função objetivo e π_t^e (não π^*) para a variável expectacional $E_{t-1}\pi_t$. No modelo, o choque u não deve ser interpretado necessariamente como um “choque de oferta”. A razão é que choques de oferta deveriam mudar o equilíbrio do valor de $\bar{y}$, tornando a função objetivo inadequada. (McCALLUM, 1995)

em uma economia no qual o produto é obtido por

$$y_t = \bar{y} + \beta(\pi_t - \pi_t^e + u_t), \quad \bar{y} > 0, \beta > 0; \quad (2)$$

onde,

π_t = inflação;
 y_t = produto;
 u = ruído branco;
 π_t^e = inflação esperada;
 $E_{t-1}\pi_t$ = a expectativa racional de π_t dada a informação de t-1.

Combinando (1) e (2) obtém-se

$$L(\pi_t) = w\pi_t^2 + [(1-k)\bar{y} + \beta(\pi_t - \pi_t^e + u_t)]^2 \quad (3)$$

Para efeitos de simplificação, é assumido que o BC manipula a taxa de inflação (π_t) de forma direta e que a meta pretendida é o patamar zero. Como o objetivo do BC é minimizar (3) período a período, e que π_t^e representa um elemento de informação para cada período, π_t pode ser entendido como:

$$\pi_t = \beta(k-1)\bar{y}(w + \beta^2)^{-1} + \beta^2\pi_t^e(w + \beta^2)^{-1} - \beta^2u_t(w + \beta^2)^{-1} \quad (4)$$

Adotando-se expectativas racionais, a equação (4), no equilíbrio, equivale a

$$\pi_t = \beta(k-1)\bar{y}w^{-1} - \beta^2u_t(w + \beta^2)^{-1} \quad (5)$$

Se ao invés do comportamento anterior forem feitas escolhas políticas para ajustar uma regra consistente, adequada ao comportamento expectacional (racional) dos agentes privados, isto implica que a escolha do valor de π_t será satisfeita por

$$\pi_t = -\beta^2u_t(w + \beta^2)^{-1} \quad (6)$$

É importante salientar que a equação (6) também descreve um resultado de equilíbrio. Diante disto, dado que o mesmo nível de produto é obtido (em média) nos dois casos, o melhor resultado é alcançado se o último tipo de comportamento, que apresenta a média de inflação mais baixa, for adotado.

Na maior parte da literatura sob discussão é assumido que, se o BC não possuir alguma restrição externa que o faça adotar a opção inflacionária dada por (6), serão gerados valores de π_t de acordo com a fórmula discricionária (5). (McCALLUM, 1995) Portanto, duas estruturas alternativas que se tornam atraentes sob esta perspectiva são:

- (i) a nomeação de um presidente do BC com preferências pessoais por um alto valor de w (ROGOFF 1985); ou,
- (ii) o uso de um contrato entre o governo e o BC que induza ao comportamento apresentado pela equação (6). (WALSH, 1995)

2.1 Modelos de Primeira Geração

O artigo seminal que deu origem ao debate sobre a IBC teve origem com Rogoff (1985), onde o elemento-chave para a proposição de independência consiste na delegação da política monetária a um *central banker* que possua aversão à inflação maior que a média da sociedade (agente conservador). Para observar os efeitos de como o conservadorismo pode afetar a inflação admita as equações (1) e (2) reescritas, respectivamente, da seguinte forma:⁹

$$L = 1/2(y_t - y_t^*)^2 + w/2(\pi_t - \pi_t^*)^2, \quad w > 0 \text{ e } y^* > \bar{y} \quad (7)$$

$$y_t = \bar{y} + \beta(\pi_t - \pi_t^e), \quad \beta > 0 \quad (8)$$

Considere ainda que a política monetária é determinada por uma função objetivo individual dada por

$$L' = 1/2(y_t - y_t^*)^2 + w'/2(\pi_t - \pi_t^*)^2, \quad w' > 0 \text{ e } y^* > \bar{y} \quad (9)$$

Deve-se salientar que w' (a aversão do *central banker* à inflação) tende a ser maior que w (a aversão da sociedade à inflação), e que, por conseguinte, a escolha da inflação é obtida por meio de

$$\pi_t = \pi_t^* + \beta(w' + \beta^2)^{-1}(y^* - \bar{y}) + \beta^2(w' + \beta^2)^{-1}(\pi_t^e - \pi_t^*) \quad (10)$$

Admitindo-se que o público sabe como a inflação é determinada, isto pressupõe que no equilíbrio a inflação esperada e a atual sejam iguais ($\pi_t^e = \pi_t$), e que, portanto, a inflação corresponda a

$$\pi_t^{EQ} = \pi_t^* + \beta w'^{-1}(y^* - \bar{y}) \quad (11)$$

9 Nesta seção é utilizada a versão simplificada do modelo de Rogoff efetuada por ROMER (1996). Para uma análise detalhada deste modelo, ver MENDONÇA (1999).

A principal implicação desta estrutura é que quanto mais elevado for o valor de w'^{10} menor é a diferença entre π_t e π_t^* . Logo, quanto maior for w' , maior é o bem estar-social obtido.

Deve-se salientar que este tipo de estrutura não é capaz de alcançar o ótimo de bem-estar, pois, conforme pode ser observado pelo modelo acima, a redução do viés inflacionário é obtido à custa de menor estabilização do produto. Além disso,

“One major limitation of Rogoff’s analysis, (...) is that it is done in the context of a simple static model, where the private sector of the economy is described by a simple ‘surprise’ supply function.”
(LOCKWOOD, MILLER & ZHANG, 1998, p. 328)

Uma outra observação a ser feita refere-se à análise elaborada por Lohmann (1992) explorando o *trade-off* compromisso e flexibilidade (*flexibility and commitment*). Os resultados obtidos indicam que na presença de choques de oferta e de conflito entre a autoridade monetária e a fiscal seria adequada a escolha de um *central banker* conservador para BCs parcialmente independentes.

McCallum (1995), em oposição aos resultados supracitados, argumenta que é inadequado simplesmente pressupor que BCs têm um comportamento onde o termo de preferência é constante e o coeficiente relativo à inflação esperada seja igual a zero. O ponto a ser destacado é que não há, necessariamente, um *trade-off* entre compromisso e flexibilidade tal como é destacado na literatura. Recuperando-se a equação (2), observa-se que a flexibilidade é observada pelo coeficiente que representa o ruído branco, enquanto que o compromisso é observado pelos demais termos, podendo ser escolhidos de forma independente, não havendo uma conexão entre estes coeficientes. Outrossim, a delegação não resolve o problema de inconsistência dinâmica, “*it merely relocates it*”. (JENSEN, 1997, p. 912) Não há uma resposta convincente de por que a delegação da política monetária é mais convincente do que a própria política. Soma-se a isto o fato de que regras de comportamento (vide equação 6) não podem fazer

10 A análise realizada por CUKIERMAN (1992) sugere que o valor de w' depende da tendência teórica dos responsáveis pela política. De acordo com a análise do autor supracitado, autoridades de cunho keynesiano apresentam maior possibilidade de explorar o *trade-off* de curto termo da Curva de Phillips do que se sua orientação for monetarista. Assim, a proposta de Rogoff estaria restrita à escolha de agentes monetaristas.

restrições a todos os tipos de choques que possam ocorrer, uma vez que elas restringem apenas um subconjunto de choques relevantes.

2.2 Modelos de Segunda Geração

Nos modelos de segunda geração não é mais discutido qual deve ser o papel do BC. A idéia de que o BC tem como meta natural a busca da estabilidade de preços faz parte das premissas desses modelos, ou seja, o conceito de independência, neste caso, está associado apenas à independência de instrumentos. Sob esta análise, a principal questão a ser respondida passa a ser qual o melhor desenho institucional para evitar o viés inflacionário, uma vez que o conservadorismo do *central banker* não consiste em uma solução robusta para o problema.

Dentre os diversos trabalhos que representam essa geração¹¹ a análise feita por Walsh (1995) é de forma indubitável a que representou uma evolução em relação aos modelos anteriores. A interpretação dada por Walsh (1995)¹² incorpora o papel dos contratos ótimos entre o BC e o governo tendo como base a teoria do agente-principal.¹³ O problema do viés inflacionário é resolvido pela estruturação de um contrato que impõe custos ao BC quando a inflação se desvia do nível ótimo. Em outras palavras, sob esta concepção o principal (governo) assina um contrato de incentivo com um agente (BC), segundo o qual o agente fica sujeito ao conjunto de penalidades *ex post*, que será determinado pelo desvio da inflação à meta preestabelecida. A vantagem desta estrutura advém do fato de que a otimização social é obtida independente de o governo e o BC partilharem da mesma função objetivo e do mesmo conjunto de informações. O ponto central desta corrente é que em sociedades democráticas o BC deve prestar contas ao público.¹⁴

11 Ver LOHMAN (1992), PERSSON & TABELLINI (1994) e WALSH (1995).

12 Para uma análise detalhada do modelo de WALSH (1995), ver MENDONÇA (1999).

13 Conforme destacado por WALSH (1995, p. 150, grifo meu) “[The literature on independence of central banks] (...) has viewed the incentive problem as one involving many principals (the individuals in the economy) and one agent (the central banker). In this framework, the principals may select the agent, but they are unable to specify the objective function of the agent. However, in no country is the institutional framework such that the actual agents in charge of monetary policy are directly chosen by the individual citizens. Instead, citizens in democracies choose a government, and the central-bank head is chosen by government. Thus, monetary policy involves a multilevel principal-agent problem.”

14 O exemplo mais notório que tem inspirado a adoção deste comportamento em diversos países é o caso do Banco da Nova Zelândia.

Os modelos de segunda geração têm como característica o fato de que o governo implementa um contrato (*incentive scheme*) com o BC de forma que seu retorno financeiro seja inversamente relacionado com a taxa de inflação. O problema com esta estrutura é que ela não é suficiente para superar a inconsistência dinâmica.

“(...) the government has exactly the same incentive not to do so as is identified by Kydland-Prescott (1977) and Barro-Gordon (1983) analysis. Indeed, if the absence of any precommitment technology is actually a problem, then it must apply to the consolidated central-bank-government entity just as it would to an entirely independent central bank. If the technology does not exist, then it does not exist. Nor is this problem overcome by saying that the objective function must be specified at the ‘constitutional stage’ of the political process. Again the problem is that constitutions need to be enforced.” (McCALLUM, 1995, p. 210)

É importante salientar que a identificação desta impropriedade não deve ser interpretada como uma recusa da utilidade de que arranjos institucionais, tais como o adotado pela Nova Zelândia, em que o BC é submetido a um contrato cuja performance é avaliada em termos da consecução da meta inflacionária estabelecida, sejam um instrumento não adequado. O elemento que merece destaque é que a existência desses contratos não se sustentam em períodos em que o desemprego encontra-se acima da média.

Além disso, *“(...) planejadores centrais não existem na prática. Daí ter-se de confiar que o governo imponha o melhor plano de incentivo ao BC ex post.”* (CUKIERMAN, 1996, p. 406) Entretanto, conforme salientado por McCallum (1995) e Walsh (1995), se não houver um conjunto ótimo de penalidades prévio à realização dos diversos tipos de contratos, o contrato ótimo do BC não terá credibilidade.

Um outro elemento que permeia os modelos de segunda geração diz respeito à questão democrática. Esta questão foi merecedora de atenção, pois a delegação de autoridade para um BCI, sugerida pelos modelos de primeira geração, foi criticada por não adotar uma estrutura democrática, uma vez que os responsáveis pelo BC não são escolhidos via votação. Por outro lado, os defensores dos modelos de primeira geração defendem a idéia da delegação tendo o argumento de que caso os dirigentes fossem escolhidos via votação, este procedimento viria a contribuir para o aumento do viés inflacionário.¹⁵ Daí a idéia presente nos modelos de segunda geração de que o BC deve prestar contas ao público.

15 Para uma leitura sobre a questão envolvendo o aspecto democrático, ver LEVY (1995-96) e RYMES (1995-96).

Autores de cunho keynesiano têm argumentado que sob o ponto de vista democrático a IBC deve ser limitada, de forma que os responsáveis pela política monetária não possam desviar-se daquilo que as pessoas esperam que venha a ocorrer quando da eleição dos seus representantes. Conforme é destacado por Bain, Arestis e Howells (1996, p. 234-235)

“It is accepted that an independent central bank is given an objective (or objectives) in relation to which its performance can be judged. This, together with requirements that the central bank governor report regularly to the government or the parliament or one of its committees, is held to provide the necessary democratic accountability. Independent central bankers are then reduced to the level objective technicians who expertly use the instruments available to them to meet targets which are set taking into account ‘the long-term interests of the economy as a whole’.”

Quando é designado ao BC a busca da estabilidade de preços e há liberdade do uso de instrumentos na busca desse objetivo é entendido que foi concedido maior autonomia para o BC. Dado que autonomia é sinônimo de autocracia, nos quais alguns elementos democráticos são violados, a autonomia deve ser balanceada pela transparência das ações do BC. O ponto crucial a ser destacado é que o BC não deve ser responsável pela estabilidade de preços, que é responsabilidade do governo, mas pela produção de tal estabilidade. Em outras palavras, o governo determina o que a estabilidade de preços significa, cabendo ao BC a busca da meta pretendida pelo governo.

2.3 Modelos de Terceira Geração

Na tentativa de eliminar os problemas mencionados, os modelos de terceira geração se caracterizam pela combinação dos argumentos presentes nos modelos anteriores. Svensson (1997) desenvolveu um modelo em que utiliza a delegação de autonomia a um BC com característica conservadora associado ao nível de inflação desejado. Ou seja, o autor incorpora no mesmo modelo os dois principais elementos teóricos presentes nos modelos pró-independência.

Svensson (1997) argumenta que um contrato linear, tal como é proposto em Walsh (1995), é uma forma muito elegante de remover o viés inflacionário. Entretanto, existem dificuldades práticas e políticas para implementá-lo. A dificuldade prática resulta do fato de que o custo linear representa um custo monetário. Enquanto que,

“A political difficult is that the contracts stipulates higher monetary rewards to the Governor or board when inflations is low, which may be provocative to the public if correlated with higher unemployment.” (SVENSSON, 1997, p. 105)

No modelo de Svensson (1997), um regime de meta inflacionária é interpretado como um arranjo do agente e o principal, em que a sociedade (o principal) delega a política monetária ao BC (o agente). Também é assumido que o BC tem controle perfeito sobre a inflação. O resultado encontrado indica que pode ser obtido um equilíbrio que corresponda a uma regra ótima sob compromisso.

Apesar do resultado encontrado por Svensson mostrar-se atraente, McCallum (1995) revelou uma contradição na literatura sobre IBC que não deve ser desprezada. Se o principal (a sociedade) tem a mesma função de bem-estar que o BC (o agente), não há motivo para uma relação ótima do tipo agente-principal via contratos ou arranjos de metas.

Além disso, contratos e metas podem, quando aplicados conjuntamente, remover o viés inflacionário da condução da política monetária. De acordo com os argumentos de Muscatelli (1998), o possível *trade-off* entre política de estabilização e controle inflacionário resultante da presença de incerteza sobre a preferência do BC poderia ser atenuado pela existência de independência de meta¹⁶ ou pela aplicação de contratos e metas conjuntamente. Nesse sentido, a interpretação de Svensson (1997) é passível de crítica,

“The notion that society will set an inflation target to a CB and that this target is never met does not seem to correspond to the observation that, where explicit targets have been adopted in recent years (Canada, New Zealand, the United Kingdom) actual inflation has tended to converge to the target over time. In addition, negative inflation targets are not observed in practice. The (...) result on joint targets and contracts is because it suggest that, where CBs perceive an additional (implicit or explicit) ‘contratual’ penalty on inflation, the Svensson conclusion could be reversed.” (MUSCATELLI, 1998, p. 535)

16 Quando considerado na análise a possibilidade de informação privada do banco central sobre os choques de oferta, o modelo de independência de meta apresenta algumas insuficiências, o banco central perde o incentivo em atingir as metas inflacionárias e o problema do viés inflacionário volta a existir.

3. A INTERPRETAÇÃO CÉTICA DE KEYNESIANOS E MONETARISTAS

Antes de se apresentar os principais elementos dentro da concepção keynesiana, sobretudo pós-keynesiana, que indicam uma possível debilidade teórica da tese de IBC, é necessário ressaltar alguns aspectos teóricos que são de fundamental importância para compreensão dos argumentos que aqui serão discutidos.¹⁷

Na interpretação monetarista a moeda é neutra no longo termo porque não é capaz de refletir mudanças nas preferências ou possibilidades dos agentes. Ao contrário desta visão, para Keynes (1979, p. 55) “*there is no unique long-period position of equilibrium equally valid regardless of the character of the policy of the monetary authority.*” Sob a interpretação keynesiana a moeda representa o ativo de maior liquidez¹⁸ na economia. Isto acarreta implicações importantes, uma vez que qualquer ativo que crie condições de mercado que o torne conversível em outro torna-se moeda. Esta é uma observação importante, pois é a criação endógena da moeda que explica a captação e aplicação de recursos pelo sistema bancário. Destarte, a disponibilidade de moeda bancária fica determinada pelas relações comerciais e financeiras entre os bancos e o público. Ou seja, uma expansão na oferta de moeda se explica pela aquisição de ativos do público pelos bancos, enquanto que uma retração na oferta de moeda é resultado da liquidação das obrigações dos devedores com o sistema bancário.¹⁹

A política monetária sob a interpretação keynesiana tem característica estabilizante, sendo fundamental para a mesma a ação coordenada entre o BC e as demais instituições financeiras. O ponto de distinção é que a política monetária

17 Para o leitor não familiarizado com a análise pós-keynesiana, e que se sinta motivado, recomenda-se como leitura: KEYNES (1936), DAVIDSON (1982), CARVALHO (1992) e ARESTIS (1996).

18 Um ativo com elevado grau de liquidez pode ser entendido como aquele que apresenta maior velocidade de conversão em dinheiro mantendo o seu valor de mercado.

19 Ainda que não esteja relacionado de forma direta com a literatura de IBC, um importante elemento que merece ser mencionado refere-se à estabilidade financeira. Para que se possa obter a estabilidade do sistema financeiro é necessário mais do que a estabilidade de preços. É necessária uma política monetária que, além de neutralizar a inflação no longo termo, também seja capaz de minimizar os riscos de choques financeiros. Esse é um problema que merece atenção, pois a recente reorientação dos objetivos dos bancos centrais tem dado maior ênfase à estabilidade de preços em detrimento de sua função como emprestador de última instância. A essência do argumento a favor dessa conduta refere-se ao problema de *moral hazard*, pois os bancos têm um incentivo a emprestar mais quando eles sabem que são salvaguardados pelo banco central. CUKIERMAN (1996) defende a idéia de que a busca pela manutenção de preços estáveis é capaz de reduzir o risco de crises financeiras, uma vez que na maioria dos casos as crises são desencadeadas pelas variações da taxa de inflação e dos juros na economia.

não é vista como subordinada à outra política, mas também não é considerada independente. A política monetária deve agir de forma a contribuir para que sejam atingidos os objetivos comuns com as demais políticas. Assim, um dos seus principais objetivos seria dar uma maior estabilidade ao ambiente econômico, minimizando as incertezas que afetam os agentes econômicos em suas tomadas de decisões.²⁰

Dentro da concepção keynesiana não há, ao contrário do que consideram, por exemplo, os novos-clássicos, um ponto de equilíbrio estável na economia que seria capaz de frustrar qualquer política adotada pelo governo quando os agentes econômicos o identificassem. Assim sendo, não se concebe as políticas adotadas pelo governo como antagônicas ao interesse dos agentes privados; o ponto que merece atenção é o contexto onde esses agentes realizam suas escolhas. Portanto, a análise keynesiana não pode ser reduzida ao *trade-off* de curto termo entre inflação e desemprego da interpretação monetarista. Em outras palavras, não existe, sob esta interpretação, um viés inflacionário inerente à condução da política monetária,²¹ não havendo, por conseguinte, espaço para o arcabouço teórico daqueles que defendem a proposição de um BCI.

Deve-se ressaltar que a hipótese da existência de um viés inflacionário é deficiente sob o ponto de vista teórico. A teoria deriva da suposição irrealista de que a estrutura da economia é conhecida em sua plenitude e que os responsáveis pela política são capazes de alcançar as metas para a inflação a cada período. Se a incerteza for introduzida nessa estrutura, os resultados são alterados de forma significativa.

“Policymakers may not be able even to design rules and policies that work effectively; the public may not be able to distinguish between policy moves and random shocks, and between different types of policymakers; etc. Another basic problem with this theory is that policymakers are assumed to target an unemployment rate

20 Sob a interpretação pós-keynesiana, deve-se lembrar que embora seja reconhecido o papel das taxas de juros como principal mecanismo de ação da política monetária, isto não implica, conforme pressuposto pela interpretação horizontalista, a impossibilidade de administração da liquidez da economia pelo banco central. Isto se justifica pelo fato de que apesar da grande capacidade de criação de meios de pagamentos pelo sistema financeiro moderno, a moeda legal continua sendo o único meio de liquidação final de todos os tipos de contratos.

21 Em artigo recente BLINDER (1997, p. 13) afirmou: “(...) *during my brief career as a central banker, I never once witnessed nor experienced this temptation [inflation bias]. Nor do I believe my colleagues did. I firmly believe that this theoretical problem is a nonproblem in the real world because central bankers have found simple, practical ways to solve it.*”

that is inconsistent with the natural rate even though they know the structure of the economy. In the framework of the stipulated model, there is no inherent reason why policymakers should attempt to achieve such a low unemployment rate. They can simply aim at an unemployment rate that is compatible with the natural rate at which inflation is stabilized.” (AKHTAR, 1995, p. 434, grifo meu)

A principal fragilidade na literatura sobre IBC, de acordo com Carvalho (1995-96, p. 164), é

“(...) the notion that one could assign to central banks an intrinsic nature, that is, to sustain the purchasing power of money by controlling its quantity. The central bank is assumed thus to have an objective function much like consumers and firms, in such a way as to postulate that, let free to act according to its nature, a central bank will fatally and single-mindedly pursue price stability.”

Argumentos contrários à proposição da busca da estabilidade de preços como meta prioritária para o BC também são observados na concepção monetarista. Milton Friedman, um dos principais teóricos da escola supracitada, embora reconheça a ineficácia da política monetária no longo termo para o alcance de objetivos reais, afirma que a mesma representa um aparato importante para a autoridade monetária. De acordo com sua visão, a principal função da política monetária seria manter o bom funcionamento da economia. Ou seja, o BC deveria desempenhar a função de emprestador de última instância garantindo o nível de liquidez adequado para o sistema.

Sob a interpretação friedmaniana, o BC deve evitar oscilações bruscas no comportamento da política monetária. Isto se explica pelo fato de que as autoridades monetárias tomam suas decisões em função da conjuntura atual; entretanto, suas ações só irão afetar a economia daqui a algum tempo. Sendo assim, isto cria uma certa propensão da autoridade monetária em fazer uso de flutuações inesperadas sobre a economia para alcançar os objetivos pretendidos pelo governo. Embora Friedman se posicione desta forma, isto não significa que a **meta natural** para BCIs - a estabilidade de preços da economia - seja a correta.

“A norma mais freqüentemente sugerida por pessoas de convicções liberais é a da norma do nível de preço; isto é, uma diretriz legislativa às autoridades monetárias para manterem um nível de preço estável. Acho que se trata de uma norma errada, por

ser estabelecida em termos de objetivos para cujo alcance as autoridades não dispõem de poderes claros e diretos. E conseqüentemente sobrevém o problema da dispersão das responsabilidades, deixando as autoridades muito à vontade. Há de fato uma conexão estreita entre ações monetárias e o nível de preço. Mas a conexão não é tão invariável ou tão direta que o objetivo de alcançar um preço estável possa constituir uma direção apropriada para as atividades diárias das autoridades.”
(FRIEDMAN, 1985, p. 56, grifo meu)

A questão relevante para Friedman é: como criar uma estrutura que seja capaz de evitar flutuações na economia decorrentes da ação da política monetária? O mecanismo sugerido pelo mesmo autor diz respeito à adoção de uma regra constante, correspondente a uma taxa fixa de crescimento da oferta monetária.²² Destarte, seria produzida, em média, uma inflação ou deflação moderada. Friedman, afirma que

“[By]... setting itself a steady course and keeping to it, the monetary authority could make a major contribution to promoting economic stability. By making that course one of steady but moderate growth in the quantity of money, it would make a major contribution to avoidance of either inflation or deflation of prices.”
(FRIEDMAN, 1968, p. 17)

As divergências entre Friedman e a proposição de IBC não se resumem ao argumento contrário à meta natural para BCs. Ainda que a taxa natural de desemprego²³ e a neutralidade da moeda sejam elementos fundamentais tanto para a escola monetarista quanto para os defensores da proposição de IBC, são apresentados dois argumentos contrários à adoção de um BCI.

22 No período recente tem sido desenvolvido na literatura sobre regras *versus* discricionariedade a idéia de discrição limitada. Conforme destacado por BERNANKE & MISHKIN (1997, p. 106) “We believe that it is most fruitful to think of inflation target not as a rule, but as a framework for monetay policy within which ‘constrained discretion’ can be exercised. This framework has the potential to serve two important functions: improving communication between policymakers and public, and providing increased discipline and accountability for monetary policy.”

23 A taxa natural de desemprego “ (...) is the level that would be ground out by the Walrasian system of general equilibrium equations, provided there is imbedded in them the actual structural characteristics of the labor and commodity markets, including market imperfections, stochastic variability in demands and supplies, the cost of gathering information about job vacancies and labor availabilities, the costs of mobility, and so on.” (FRIEDMAN, 1968, p. 8)

“[A IBC] é um mau sistema para os que acreditam na liberdade justamente porque dá a poucos homens um poder tão grande sem que seja exercido nenhum controle efetivo pelo corpo político - este é o argumento-chave político contra um Banco Central ‘independente’. Mas é um mau sistema, mesmo para os que põem a segurança acima da liberdade. Erros, compreensíveis ou não, não podem ser evitados em sistemas que dispensam a responsabilidade mas dão poderes amplos a um pequeno grupo de homens e, portanto, tornam ações políticas importantes altamente dependentes de acidentes de personalidade. É este o argumento-chave técnico contra a existência de um Banco Central ‘independente’.”
(FRIEDMAN, 1985, p. 53-54, grifo meu)

Conforme analisado por Bain, Arestis & Howells (1996), a idéia de ser determinado ao BC uma única meta expressa em termos de uma taxa de inflação tem por base a hipótese simplista de que todo o processo inflacionário tem origem doméstica. Hall & Mankiw (1994) argumentam que o estabelecimento de metas para o crescimento do PIB ao invés da inflação pode trazer maiores benefícios para a economia. Conforme destacado por McDonough (1997, p. 2) *“a key principle for monetary policy is that price stability is a means to an end - to promote sustainable economic growth.”* O ponto fundamental a ser realçado é que não existe o consenso entre os economistas, difundido pelos defensores da proposição de IBC, de que a única variável que a longo termo pode ser afetada pela política monetária é a taxa de inflação.

“Para darmos apenas alguns exemplos, Robert Eisner, ex-presidente da American Economics Association e renomado especialista em macroeconomia nunca aceitou a concepção de Friedman-Lucas. Tampouco ela foi aceita por James Tobin, Paul Samuelson, Robert Solow ou pelo finado William Vickrey - todos eles ganhadores do prêmio Nobel. O mesmo se deu com Ray Fair, de Yale; James Medoff, de Havard; e William Dickens, da Brookings Institution. [Além disso], Alan Greenspan, Alice Rivlin e os outros dirigentes do Federal Reserve... [têm] demonstrado quão espúria é a doutrina da taxa natural ao provar que pleno emprego, crescimento equilibrado e uma estabilidade de preços razoável não são mutuamente exclusivos.” (GALBRAITH, 1999, p. 24, 25)

4. METAS INFLACIONÁRIAS

Uma estrutura que tem se desenvolvido ao longo dos anos 90 na tentativa de reforçar a IBC é a utilização de metas para a inflação. As principais características deste regime podem ser sumariadas da seguinte forma: (MISHKIN, 1999 e SVENSSON, 1999):

- i) anúncio público, em números, da meta de inflação para médio termo;
- ii) compromisso institucional da busca da estabilidade de preços como objetivo prioritário de longo termo da política monetária;
- iii) reduzida participação de metas intermediárias; e
- iv) maior transparência para o público da estratégia de política monetária adotada.

Os responsáveis pela política monetária, em diversos países,²⁴ têm adotado metas para a inflação porque acreditam ter encontrado uma estrutura capaz de neutralizar expectativas inflacionárias dos agentes sem estarem sujeitos aos problemas presentes em outros regimes.

“The announcement of a specific goal for inflation is an attempt to anchor inflationary expectations and develop a measure of confidence in the conduct of monetary policy in much the same way that monetary or exchange rate objectives were designed to do, while avoiding the problems of unstable velocity or being a sitting target for speculative players in currency markets.”
(STEVENS & DEBELLE, 1995, p. 81)

Diferente do caso de fixação da taxa de câmbio, a utilização de metas inflacionárias, da mesma forma que no caso de metas monetárias, permite à política monetária responder a choques sobre a economia. Ademais, conserva a propriedade de ser facilmente compreendida pelo público e possui a vantagem adicional de que os choques de velocidade de circulação da moeda tornam-se irrelevantes, uma vez que não há a necessidade de uma relação estável entre moeda e inflação. Um outro benefício atribuído às metas inflacionárias

24 O primeiro país a adotar formalmente o regime de metas inflacionárias nos anos 90 foi a Nova Zelândia (1990), sendo seguido posteriormente pelo Canadá (1991), Reino Unido (1992), Suécia (1993), Finlândia (1993), Austrália (1994) e Espanha (1994). Também são exemplos Israel, Chile e Brasil.

“(...) is that it provides not only a ceiling for the inflation rate, but also a floor. Inflation targeting thus acts to attenuate the effects of negative, as well as positive, shocks to aggregate demand. (BERNANKE & MISHKIN, 1997, p. 110)

Uma característica que tem sido considerada condição necessária para o sucesso no combate à inflação refere-se à maior transparência da condução da política monetária para o público. Entusiastas de metas inflacionárias defendem a idéia de que a adoção desse regime incrementa a independência de instrumento do BC.

“[The] inflation targeting arrangement that gives instrument independence to the central bank reduces the inflationary bias of monetary policy making. The reason for this result is that if the inflation target is publicly announced the arrangement is transparent, solves the private information problem and makes reputation more effective.” (HERRENDORF, 1998, p. 443, grifo meu)

Apesar do argumento de que metas inflacionárias são capazes de aumentar a transparência e reduzir o viés inflacionário da política monetária, deve-se lembrar que o regime de metas sobredito permite a ação discricionária do BC, o que, por sua vez, não elimina por completo o viés inflacionário. (HERRENDORF, 1998) Portanto, o uso deste regime não significa por si só que o BC seja sempre avesso à inflação. O benefício que pode ser obtido pelo anúncio de uma meta inflacionária explícita é que se ela for crível pode induzir os agentes a refazerem suas expectativas, fazendo com que elas converjam de forma rápida para a meta anunciada.

Ainda que o controle da inflação seja considerado o objetivo prioritário da política monetária, não pode ser negado que os BCs possuem objetivos de curto termo, sobretudo no que se refere ao produto e à taxa de câmbio, o que, por conseguinte, torna difícil a acurácia da autoridade monetária na obtenção das metas planejadas.

Levando-se em consideração que a política monetária opera com defasagem, o responsável pela política deve se basear no comportamento futuro da inflação e fazer ajustes em seus instrumentos. Para avaliar os impactos decorrentes de mudanças nos instrumentos políticos é fundamental possuir uma boa previsão da inflação.²⁵ O modelo a seguir (STEVENS & DEBELLE, 1995) evidencia a

25 O modelo macroeconômico mais utilizado para estimar a inflação no regime de metas inflacionárias é o VAR (auto-regressão vetorial). Deve-se ressaltar que o VAR não é um modelo estrutural, é um resumo estatístico das relações entre diversas variáveis, sem uma interpretação econômica explícita. Para uma análise da capacidade dos modelos VAR descreverem a política monetária, ver EVANS & KUTTNER (1998).

difficuldade do BC em obter as metas inflacionárias planejadas. Admita que o processo inflacionário é dado por

$$\pi_t = X_t'\beta + \varepsilon_t \quad (1)$$

onde,

X = vetor de variáveis explanatórias (inclusive instrumentos de política monetária); e

ε = distúrbio aleatório com média zero e variância σ^2 .

Considere ainda que o BC tem um modelo do processo de inflação que corresponde a

$$\pi_t = X_t'\beta + e_t \quad (2)$$

onde,

b = valor estimado de β .

O problema do BC consiste em implementar uma meta para a inflação. Ou seja, o BC espera obter uma taxa de inflação que se encontre dentro de uma banda predeterminada. Portanto, o BC tem como tarefa operacional o ajuste dos instrumentos políticos de forma que a inflação esperada para a data futura $(t+k)$ situe-se na banda estabelecida

$$L < E[\pi_{t+k}] < U \quad (3)$$

onde,

L = limite inferior;

U = limite superior.

É assumido que o BC realiza a previsão da inflação com base em:

$$E[\pi_{t+k}] = E[X_{t+k}']b \quad (4)$$

Se X_{t+k} for conhecido, admitindo-se a hipótese padrão para o erro de previsão do modelo de regressão linear, a variância do erro de previsão é resultado da combinação da variância do erro verdadeiro e a variância do estimador linear (b), isto é,

$$\sigma_f^2 = \sigma^2 + \sigma^2 X_{t+k}'(X'X)^{-1}X_{t+k} \quad (5)$$

Dado que X_{t+k} é uma estimativa, a variância do erro de previsão da inflação é maior que este valor. Logo, tal variância será uma combinação (não-linear) da variância dos parâmetros estimados em b , a variância do erro (ε), e a variância dos erros de previsão para X .²⁶ Assumindo-se que X é uma variável única, o resultado padrão para a variância relevante implica

$$\sigma_f^2 = \sigma^2 + \sigma^2 X_{t+k}' (X'X)^{-1} X_{t+k} + \sigma^2 \sigma_u^2 X_{t+k}' (X'X)^{-1} + b^2 \sigma_u^2 \quad (6)$$

onde,

$\sigma_u^2 = \varepsilon$ é a variância do erro no processo de previsão de X .

Portanto, uma importante observação que não pode ser desprezada é o fato de que há elementos estocásticos no processo de formação dos preços que denotam que a estrutura da economia não é conhecida com certeza. Por conseguinte, a previsão da inflação depende da estimativa passível à existência de erros de outras variáveis. Destarte, o maior problema em relação às metas para a inflação é que o BC compromete-se em alcançar um objetivo sem ter a capacidade de garantir sua consecução.

CONCLUSÕES

Um elemento de crucial importância na literatura sobre IBC refere-se à hipótese de que BCs têm como meta natural a busca da estabilidade de preços. Esta suposição é derivada, em grande parte, dos pressupostos teóricos presentes na concepção Friedman-Lucas (taxa natural de desemprego, expectativas racionais, neutralidade da moeda, etc.), que de forma alguma representam consenso entre os economistas.²⁷ Por conseguinte, é importante alertar que uma “teoria” que se sustenta em uma base sujeita à controvérsia herda os possíveis problemas que se encontram na teoria original.

A observação acima não significa que há discordância do fato de a inflação ser um fenômeno monetário,²⁸ e que, portanto, mereça atenção especial do BC. O

26 A função das variâncias dos erros e parâmetros relevantes no processo geram previsões de X .

27 Sugere-se ao leitor interessado que releia o fim da seção 3 para que quaisquer dúvidas em relação à esta afirmação sejam eliminadas.

28 Para uma leitura crítica à teoria fiscal da determinação do nível de preços, ver McCALLUM (1999).

problema é que na literatura sobre IBC é assumido que a existência do viés inflacionário deriva do BC pactuar com o governo na busca de uma taxa de desemprego abaixo da natural, e que para alcançar este objetivo faz uso do imposto inflacionário. Ou seja, há muitas hipóteses *ad hoc* para a validade da teoria, o que indica ser mais adequado entender a “teoria da IBC” como uma análise útil para um caso particular da teoria monetária.

Além disso, a teoria sobre IBC pressupõe o mau gerenciamento da política monetária. Na tentativa de solucionar este problema foram desenvolvidas duas estruturas básicas que não foram capazes de apresentar uma solução ótima: o conservadorismo do *central banker* e a aplicação de contratos ótimos sob a teoria do agente-principal. No período recente, a literatura tem apontado o uso de metas inflacionárias como um importante mecanismo para assegurar a independência de instrumento do BC. É importante ressaltar que o regime de metas inflacionárias não tem origem a partir da IBC. Os primeiros teóricos a proporem um regime monetário similar ao de metas para a inflação foram Marshall e Wicksell.

“Writing in 1887, Alfred Marshall advocated a monetary system which ‘adjusted to fix the purchasing power of each unit of currency closely to an absolute standard.’ [MARSHALL (1887)]. And later, in 1898, the Swedish economist, Knut Wicksell, advocated an explicit price-level standard for monetary policy. [WICKSELL (1898)].” (HALDANE, 1995, p.1, grifos meus)

A principal dúvida que tem sido colocada no debate sobre a implementação de metas inflacionárias é se a inflação é previsível e controlável o suficiente para receber uma meta. A dificuldade em prever a inflação de forma precisa para períodos muito curtos e longos implicam dois problemas potenciais para a estratégia de metas para a inflação: (BERNANKE & MISHKIN, 1997)

- i) problema de natureza operacional - uma vez que há um hiato temporal entre a ação da política monetária e a resposta da inflação, isto implica baixa previsibilidade, o que pode resultar em problemas de precisão para a meta;
- ii) credibilidade do BC - como a inflação apresenta alto grau de imprevisibilidade, há dificuldade no julgamento do público em avaliar o esforço realizado pelo BC para a obtenção da meta anunciada.

Os dois pontos acima merecem comentários adicionais. O primeiro item remete à questão operacional da política monetária. Deve-se lembrar que a política é

executada no curto termo, e que o mundo real é dinâmico. Portanto, trabalhar com soluções que correspondem à situação de estado estacionário são úteis apenas para a análise no universo teórico. O segundo ponto vai de encontro à idéia de que um regime de metas inflacionárias aumenta a compreensão da política monetária; além disso sugere que a construção de credibilidade por meio desse regime pode ser um árduo e longo processo.

Ainda que as metas inflacionárias representem um mecanismo interessante para aumentar a transparência das ações do BC, não se pode afirmar que elas sejam úteis apenas sob a estrutura de um BCI. Os três BCs com maior nível de independência (Banco Nacional da Suíça, *Bundesbank*, e FED) não possuem metas inflacionárias explícitas. Deve-se ressaltar que a adoção de metas para a inflação não implica a necessidade de um BCI. Na verdade, é necessário apenas que o governo tenha o compromisso de buscar o melhor nível de bem-estar para a sociedade.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AKHTAR, M. A. Monetary policy goals and central bank independence. *BNL Quarterly Review*, n. 195, December 1995.
- ALESINA, A. & SUMMERS, L. Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, May 1993.
- ARESTIS, P. Post-Keynesian economics: towards coherence. *Cambridge Journal of Economics*, 20, 1996.
- BAIN, K., ARESTIS, P. & HOWELLS, P. Central banks, governments and markets: an examination of central bank independence and power. *Economies et Sociétés, Monnaie et Production*, Série M. P., n. 10, 2-3/1996.
- BARRO, R. J. & GORDON, D. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. North-Holland, *Journal of Monetary Economics*, 12, p. 101-121, 1983.
- BEETSMA, R.M.W. & JENSEN, H. Optimal inflation targets, “conservative” central banks, and linear inflation contracts: Comment. *The American Economic Review*, v. 89, n. 1, March 1999.
- BERNANKE, B. S. & MISHKIN, F. S. Inflation targeting: a new framework for monetary policy? *Journal of Economic Perspectives*, v. 11, n. 2, Spring 1997.
- BLANCHARD, O. J. & FISCHER, S. *Lectures on macroeconomics*. Cambridge, MA: MIT Press, 1989.

- BLINDER, A. What central bankers could learn from academics - and vice versa. *Journal of Economic Perspectives*, v. 11, n. 2, Spring 1997.
- CARVALHO, F. The independence of central banks: a critical assessment of the arguments. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 18, n. 2., p. 159-175, Winter 1995-96.
- _____. *Mr. Keynes and the post Keynesians*. Cheltenham: Edward Elgar, 1992.
- CUKIERMAN, A. A economia do banco central. Rio de Janeiro, *Revista Brasileira de Economia*, v. 50, n. 4, out./dez. 1996.
- _____. *Central bank strategy, credibility, and independence: theory and evidence*. Cambridge, Mass.: The MIT Press, 1992.
- CUKIERMAN, A., WEBB, S., & NEYAPTI, B. Measuring the independence of Central banks and its effects on policy outcomes. *World Bank Economic Review*, v. 6, n. 3, 1992.
- DAVIDSON, P. *International money and the real world*. New York: J. Wiley & Sons, 1982.
- EVANS, C.L. & KUTTNER, K. N. Can VARs describe monetary policy? 1998 (*mimeo*).
- FISCHER, S. Central bank independence revisited. *The American Economic Review*, May 1995.
- FRIEDMAN, M. [1962]. *Capitalismo e liberdade*. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985. (Coleção Os Economistas).
- _____. [1962] *Should there be an independent monetary authority?* Stanford Hoover Institution Press, 1987.
- _____. The role of monetary policy. *American Economic Review*, March 1968.
- GALBRAITH, J. Fixados na inflação. Foreign affairs. *Gazeta Mercantil*, 1999.
- HALDANE, A. G. *Targeting inflation*. Bank of England, 1995.
- HALL, R. & MANKIW, N. G. Nominal income targeting. In: MANKIW (ed.), *Monetary policy*. Chicago: University of Chicago Press for NBER, 1994.
- HERRENDORF, B. Inflation targeting as a way of precommitment. *Oxford Economic Papers*, v. 50, n. 3, July 1998.
- JENSEN, H. Credibility of optimal monetary delegation. *American Economic Review*, December 1997.
- KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest and money*. Londres: Macmillan Press, 1936.
- _____. The general theory and after: a supplement. In: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. 29. London: Macmillan, 1979.

- KYDLAND, F. E. & PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economic*, v. 85, n. 3, 1977.
- LEVY, D. A. Does an independent central bank violate democracy? *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 18, n. 2, p. 189-210, Winter 1995-96.
- LOCKWOOD, B., MILLER, M. & ZHANG, L. Designing monetary policy when unemployment persists. *Economica*, 65, 1998.
- LOHMAN, S. Optimal commitment in monetary policy: credibility versus flexibility. *American Economic Review*, 82, 1992.
- MCALLUM, B. T. Two fallacies concerning central bank independence. *The American Economic Review*, May 1995.
- _____. Recent developments in monetary policy analysis: the roles of theory and evidence. *NBER Working Paper* 7088, April 1999.
- MCDONOUGH, W. J. A framework for the pursuit of price stability. Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, v. 3, n. 3, August 1997.
- MENDONÇA, H. F. A independência do banco central: uma análise comparativa entre as visões de Rogoff e Walsh. Belo Horizonte: UFMG, *Nova Economia*, v. 9, n. 2, p. 71-92, dez. 1999.
- _____. Aspectos teóricos e empíricos sobre bancos centrais independentes: implicações para o caso brasileiro. São Paulo: FIPE/FEA-USP, *Economia Aplicada*, v. 2, n. 1, p. 83-111, jan-mar 1998.
- _____. *A independência dos bancos centrais: uma análise do debate*. Dissertação de Mestrado, UFF, dez. 1996. 21º Prêmio BNDES de Economia.
- MISHKIN, F. International experiences with different monetary policy regimes. *NBER Working Paper* 6965, February 1999.
- MUSCATELLI, A. Optimal inflation contracts and inflation targets with uncertain central bank preferences: accountability through independence? *Economic Journal*, 108, March 1998.
- PERSSON, T. & TABELLINI, G. Designing institutions for monetary stability. In: PERSSON & TABELLINI (eds.), *Monetary and fiscal policy*. MIT Press, 1994.
- ROGOFF, K. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *The Quarterly Journal of Economics*, November 1985.
- ROMER, D. *Advanced macroeconomics*. MIT Press, 1996.
- RYMES, T. K. Autonomous and accountable. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 18, n. 2, p. 177-187, Winter 1995-96.
- SARGENT, T. J. & WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, p. 1-17, Fall 1981.

- STEVENS, G & DEBELLE, G. Monetary policy goals for inflation of Australia. In: HALDANE, A. G. (ed.), *Targeting inflation*. Bank of England, 1995.
- STIGLITZ, J. Central banking in a democratic society. 1999 (*mimeo*).
- SVENSSON, L. E. O. Optimal inflation targets, “conservative” central banks, and linear inflation contracts. *American Economic Review*, March, v. 87, n. 1, 1997.
- _____. Monetary policy issues for the Eurosystem. *NBER Working Paper* 7177, June 1999.
- THE ECONOMIST. *The central banker as god*. November 14TH 1998.
- WALSH, C. Optimal contracts for central bankers. *American Economic Review*, v. 85, n. 1, March 1995.

Agradeço às sugestões feitas por Carmem Feijó, João Sicsú, Rogério Studart e Fernando Cardim de Carvalho a versões anteriores que deram origem a este trabalho. Agradeço, ainda, aos profícuos comentários realizados por um *referee* anônimo desta Revista, que muito ajudaram para melhorar o artigo. Possíveis erros e omissões são de exclusiva responsabilidade do autor.

(Recebido em julho de 1999. Aceito para publicação em janeiro de 2000).