

NOTA SOBRE A INDEPENDÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS *

1. - A problemática da *independência* (ou *autonomia*) dos bancos centrais ganhou razão de ser a partir do momento em que os bancos centrais são chamados a desempenhar funções consideradas de interesse público, nomeadamente as que lhes cabem enquanto *autoridades monetárias*.

A discussão desta problemática tem-se desenvolvido dentro de dois ‘modelos’ extremos:

1) o que concebe o banco central como se fosse um *órgão de soberania* (uma espécie de ‘quarto poder’ com a missão de assegurar a estabilidade dos preços e, portanto, o valor da moeda);

2) o que configura o banco central como se ele fosse uma espécie de Direcção-Geral do Ministério das Finanças (ou, quando muito, como uma espécie de ministério autónomo).

Nenhum destes ‘modelos’ teve consagração na prática, embora o segundo figurino se aproxime bastante da realidade de certos países (os países da ex-comunidade socialista e muitos países subdesenvolvidos), onde a política monetária é em absoluto subordinada aos objectivos da política orçamental e o banco central não passa de (mais) um instrumento da política dos governos.

2. - A nosso ver, o conceito de *independência* dos bancos centrais não implica a aceitação das teses monetaristas segundo as quais a política monetária e a actuação dos bancos centrais, enquanto autoridades monetárias, devem ter como *objectivo único a estabilidade dos preços*.

Na linha de continuidade do pensamento quantitativista pré-keynesiano, assente na velha ideia da *dicotomia clássica* e da *neutralidade da moeda*, os monetaristas defendem a independência absoluta da acção dos bancos centrais. Porque a inflação é sempre e em qualquer lugar um fenómeno puramente monetário. E porque a moeda não passa de um *véu* que encobre a economia real, i. é, a moeda e os fenómenos monetários não podem afectar as variáveis reais

* Texto publicado em *ENSAIOS DE HOMENAGEM A MANUEL JACINTO NUNES*, Lisboa, ISEG/UTL, 1996, 405-423.

(o nível da produção e do emprego), pelo menos a longo prazo.

Assim sendo, aos governos caberia ocuparem-se da economia real, através dos instrumentos de política que lhes são próprios (ou, pura e simplesmente, deixando funcionar o ‘mercado livre’). Aos bancos centrais caberia, à margem da actuação dos governos e com absoluta independência em relação a estes, prosseguir, apoiados na política monetária, o único objectivo que ela pode prosseguir: o objectivo (estratégico) da estabilidade dos preços, através do controlo da oferta de moeda.

A observância da *regra de Friedman* (a “money constant growth rate rule”) significa, porém, a negação de qualquer poder discricionário aos bancos centrais, transformados em organismos de execução mecânica da regra (constitucional, legal ou administrativa) do aumento constante da quantidade de moeda, sem qualquer margem de autonomia na decisão por parte dos bancos centrais enquanto autoridades monetárias. Não é este, evidentemente, o tipo de ‘independência’ dos bancos centrais de que nos ocupamos aqui. Na nossa análise, pressupomos que os bancos centrais não se limitam a cumprir regras, antes gozam de poder discricionário (*discretion*) no exercício das suas competências.

3. - Abandonado sem regresso o padrão-ouro há muitos anos, a fixação de regras ou metas sobre o crescimento dos agregados monetários surgiu aos olhos da “irmandade dos bancos centrais” (James Tobin), especialmente depois de esgotadas as possibilidades de sobrevivência dos Acordos de Bretton Woods (Agosto de 1971), como o meio de impor novos instrumentos de disciplina que livrassem os bancos centrais das pressões políticas a que não querem estar sujeitos.

Por outro lado, as teses monetaristas têm como pano de fundo a crítica à teoria keynesiana e às políticas anti-cíclicas que dela resultaram com base na aceitação do princípio do *deficit financing*. Neste contexto, acentuou-se o perigo inflacionista da actuação discricionária dos bancos centrais, predispostos (ou obrigados) a conceder aos governos meios de financiamento abundantes e a baixo custo, para estes poderem pagar despesas públicas excessivas. Ao fim e ao cabo, os monetaristas acusam o keynesianismo de ter conduzido à identificação da função dos bancos centrais como a função de financiamento regular dos governos e à subordinação da política monetária à gestão da dívida pública.

Na mesma linha de crítica ao keynesianismo e às políticas de inspiração keynesiana, acusadas de produzir as situações de inflação acompanhadas de desemprego, Hayek considera que estas são “the economic consequences of Lord Keynes”, parafraseando o título de um célebre opúsculo do autor da *General Theory*. As propostas de Hayek - embora partindo

também da recusa de um banco central dotado de poder discricionário para conduzir a política monetária - diferem, porém, das de Milton Friedman no que toca ao papel dos bancos centrais.

Hayek propõe um sistema de *free banking*, defendendo a “desnacionalização da moeda de estado tal como ela actualmente existe e a sua substituição por moedas privadas que concorram umas com as outras”, sistema que dispensa a existência de um banco central, confiando ao *laissez-faire* e à livre concorrência entre vários bancos emissores a resolução do problema da oferta de moeda.

Friedman, por sua vez, justifica a existência de um banco central para evitar as fraudes e para garantir o funcionamento eficaz do sistema monetário, num mundo em que a informação tem um custo e é insuficiente.

4. - Não parece aceitável defender-se hoje que “money does not matter”, desvalorizando em absoluto o papel da moeda e da política monetária, reduzida à categoria de instrumento da política de dinheiro barato, destinada a favorecer o financiamento das despesas públicas orientadas para a prossecução de elevadas taxas de crescimento e do objectivo do pleno emprego. A experiência e a elaboração teórica mostraram que não é correcto ignorar os problemas que podem surgir, em consequência, ao nível da balança de pagamentos e da estabilidade dos preços, a exigirem, como antídotos, a adopção de restrições ao comércio internacional, o recurso à desvalorização da moeda, o controlo dos preços e dos rendimentos.

Mas cremos que não tem fundamento a tese dos que pretendem (H. Tietmeyer, v.g.) que a noção de independência dos bancos centrais só faz sentido a partir do reconhecimento de que a inflação é essencialmente um fenómeno monetário e de que o único objectivo da política monetária é a estabilidade dos preços, que os bancos centrais devem prosseguir sem qualquer consideração pelos outros objectivos políticos do estado.

5. - Muitos (e de diferente peso) têm sido os argumentos invocados a favor e contra a independência dos bancos centrais.

5.1. - Referiremos a seguir os principais, começando pelos que temos visto aduzidos a favor da independência.

a) O facto de o banco central não depender do poder político (e, especialmente, dos governos) liberta as decisões de política monetária das pressões políticas no sentido de o banco central se colocar ao serviço dos objectivos do governo, muitas vezes ditados pelos interesses eleitorais do(s) partido(s) no poder.

Sem estatuto de independência, a actuação ‘comandada’ do banco central acentuaria os inconvenientes do “political business cycle”. Na proximidade de eleições, desenvolver-se-iam políticas expansionistas, com baixas taxas de juro, menor desemprego e mais inflação. Após as eleições, viriam os sacrifícios, dada a necessidade de combater a inflação, com uma política contraccionista, recessão e desemprego (o ‘preço’ das políticas executadas ao ritmo do ciclo político).

O facto de se obrigarem os governos a financiar os seus défices orçamentais através do recurso ao mercado monetário e ao mercado financeiro (pagando as taxas de juro aí estabelecidas) é considerado um elemento indispensável para assegurar o rigor, a eficiência e a racionalidade na gestão financeira do estado.

b) A autonomia do banco central perante o governo é o modo mais eficiente de evitar a inflação crónica. O estatuto de autonomia não consente que os governos obriguem o banco central a emitir notas e a aumentar a oferta de moeda com o objectivo de financiar os défices orçamentais (através da aquisição de títulos da dívida pública ou de outras formas de concessão de crédito ao estado). Alguns estudos procuram mesmo estabelecer uma relação directa e estreita entre o grau de independência do banco central e o nível médio da inflação: quanto maior a independência do banco central, mais baixa a taxa média da inflação.

Só a independência do banco central permitiria a prossecução coerente e sistemática da estabilidade do nível dos preços. É que este é um objectivo que se projecta no longo prazo e, por isso, dificilmente alcançável por órgãos ou instituições do poder político dependentes do ‘mercado dos votos’. Os processos eleitorais perspectivam-se sempre a curto prazo, ‘obrigando’ os órgãos que dependem das eleições a privilegiar os objectivos de curto prazo, com o consequente sacrifício dos objectivos de longo prazo.

c) Não falta mesmo quem sustente que a política monetária é demasiado importante para ser confiada aos políticos. Estes não teriam, em regra, competência técnica para tomar decisões em matérias tão complexas como as que estão relacionadas com as funções dos bancos centrais. É fundamental, por outro lado, que estas funções sejam exercidas com base em critérios técnicos objectivos, libertos de considerações de ordem política. E isto só é possível se os bancos centrais forem governados por pessoas competentes que gozem de um estatuto de autonomia relativamente ao poder político.

d) Invoca-se também uma vantagem política para os governantes: se os bancos centrais forem independentes, sobre eles recairá o odioso das medidas políticas impopulares que adoptarem (v.g. no combate à inflação), poupando os governos ao pagamento (nas urnas) do preço político dessas medidas.

5.2. - Não faltam, porém, argumentos contra a independência dos bancos centrais. Expõem-se a seguir os que se nos afiguram mais importantes.

a) É inadmissível, numa perspectiva democrática, que um pequeno grupo não eleito de ‘técnicos’ possa tomar, liberto do controlo político democrático e da responsabilização política pela via eleitoral, decisões que afectam os interesses e o bem-estar de milhões de pessoas. Tal como acontece com a política financeira, também a política monetária deve ser confiada a órgãos legitimados democraticamente e politicamente responsáveis pelos seus actos.

b) A defesa da *independência* do banco central pressupõe por vezes a ideia de que as suas funções se reduzem à aplicação de um conjunto de ‘regras de conduta’ destinadas a garantir a estabilidade do valor da moeda.

Mas há quem defenda que “a essência do banco central é o controlo discricionário do sistema monetário”, concebendo o banco central como uma entidade que “exerce o seu poder discricionário e não como “uma máquina que funciona de acordo com uma certa regra” (R. S. Sayers, v.g.).

Para os que assim pensam, o poder (*discretion*) que cabe aos bancos centrais faz parte da *soberania*. Subtrair aos órgãos de soberania o exercício desse poder (ou, pelo menos, o controlo do exercício dele) equivale a amputar a soberania do estado. A menos que se confira ao banco central o estatuto de órgão de soberania...

c) Os parlamentos e os governos é que são politicamente responsabilizados pelo que se passa no país, não se justificando, por isso mesmo, que sejam privados do controlo de um instrumento fundamental de política. Sem o controlo da política monetária, os governos não podem definir uma política global coerente, assente na coordenação da política financeira e da política monetária. O estatuto de independência dos bancos centrais coloca os órgãos do poder político na situação - que alguns consideram insustentável e indesejável - de terem de sujeitar-se à acção do banco central frontalmente adversa aos objectivos políticos definidos pelas instâncias competentes e legítimas (os parlamentos e os governos).

d) O estatuto de independência dos bancos centrais afasta os seus responsáveis do contacto com as populações, divorciando-os da realidade económica e social, acentuando, conseqüentemente, o risco da adopção de políticas que não tenham em conta as necessidades e as legítimas aspirações dos agentes económicos e das pessoas em geral.

e) A independência e a não responsabilização política dos bancos centrais torna-os mais permeáveis à actuação de grupos de interesse sectoriais, subestimando a ponderação devida ao interesse público nacional.

f) Outra linha de argumentação tende a mostrar que as razões invocadas a favor da independência dos bancos centrais (nomeadamente as referidas atrás na alíneas *a)*, *b)* e *c)*) provam demais. A lógica que as inspira levaria a defender que fosse a elite dos chefes militares a decidir a política de defesa e o orçamento das forças armadas; que fossem os técnicos mais qualificados dos serviços da administração fiscal a decidir em matéria de impostos; que o governo dos países, em última análise, fosse confiado a uma elite de técnicos, colocados acima das exigências do ‘mercado político’ e das vicissitudes eleitorais.

g) Por vezes invoca-se também, contra a competência técnica (pretensamente inatacável) dos bancos centrais, a responsabilidade destes no lançamento e/ou aprofundamento de situações de crise. No caso dos EUA, v.g., o Sistema de Reserva Federal (Fed) tem sido acusado de não ter desempenhado correctamente a sua função de prestamista de última instância durante a Grande Depressão dos anos 30, contribuindo desse modo para prolongar e aprofundar a crise; ao invés, a política expansionista do Fed teria enormes responsabilidades no surto inflacionista que marcou a economia norte-americana nas décadas de 60 e 70.

O mais grave - acentua-se - é que o estatuto de independência dos bancos centrais e dos seus dirigentes não permite que eles sejam penalizados politicamente e substituídos no exercício das suas funções, mesmo quando actuam de forma desastrosa e provocam graves danos nos planos económico e social.

h) A independência dos bancos centrais não garante, por si só, a estabilidade dos preços. Este objectivo não está ao alcance de uma autoridade monetária independente do governo, antes exige a concertação da política monetária com a política orçamental e a política de rendimentos. Mas, sendo assim, poderá muito bem acontecer, como alguém escreveu, que a independência dos bancos centrais seja inútil se os governos adoptarem políticas erradas e seja desnecessária se os governos actuarem adequada e acertadamente.

Acresce que estudos relativamente recentes têm levado a concluir que a baixa da inflação durante os anos 80 não pode atribuir-se ao maior grau de independência conferido aos bancos centrais no espaço europeu, do mesmo modo que a análise da realidade europeia entre 1980 e 1995 tende a mostrar que a inflação não depende apenas da base monetária ou de outras variáveis monetárias controláveis pelos bancos centrais.

i) Aos responsáveis pelos bancos centrais não se pede que interpretem as leis e administrem a justiça de forma imparcial. Eles são chamados a tomar *decisões políticas* que interferem com a vida de milhões de pessoas.

Nada justifica, por isso, a proposta de Milton Friedman (desde o início da década de 60 do século XX) no sentido de o estatuto de independência dos bancos centrais dever traduzir-se

numa relação entre os bancos centrais e o governo idêntica à relação entre os tribunais e o poder executivo. A verdade é que os tribunais são órgãos de soberania, administrando a justiça em nome do povo, dificilmente se podendo sustentar algo de semelhante no que toca às funções exercidas pelos administradores dos bancos centrais. O princípio da separação dos poderes não tem aqui aplicação.

Nada justifica, por isso, que, com base num pretoso paralelismo com a função dos magistrados judiciais, se tente fundamentar a concessão aos administradores dos bancos centrais de um estatuto de inamovibilidade semelhante ao dos juízes, estatuto que exigiria um prazo suficientemente dilatado (é de 14 anos nos EUA) para o mandato daqueles administradores.

6. - Uma posição intermédia é a daqueles que, embora defendendo um certo grau de autonomia dos bancos centrais, entendem que esta autonomia deve ser moderada. Neste sentido, propõem alguns autores que os bancos centrais sejam obrigados a adoptar os objectivos de política económica definidos pelos governos ou pelos parlamentos (nomeadamente quanto à inflação e ao desemprego), adequando a estes objectivos a sua própria actuação no domínio da política monetária.

Nega-se *autonomia política* aos bancos centrais, cometendo aos governos a competência para definir politicamente os objectivos da política monetária. Os bancos centrais gozariam apenas de *autonomia técnica* (ou *económica*), limitada à execução da política definida pelos órgãos do poder político, traduzindo-se, v.g., na escolha pelos bancos centrais dos instrumentos a adoptar, da oportunidade e do grau da sua utilização, bem como no facto de os bancos centrais não poderem ser obrigados a conceder crédito aos governos (especialmente a baixas taxas de juro, fixadas administrativamente). À semelhança do que se passa em outros domínios: é o poder político que tem competência para declarar a guerra, mas são os generais que conduzem as batalhas.

Em alguns casos, embora reconhecendo o princípio da independência dos bancos centrais, atribui-se aos governos a faculdade de, em caso de conflito com os bancos centrais, emitirem directivas que estes devem cumprir. Em certos países (Reino Unido, por exemplo) o poder dos governos é mais forte quando se admite que as suas directivas podem não ser tornadas públicas (o que, em princípio, poupará o governo à responsabilidade política pelas medidas tomadas pelo banco central no cumprimento das directivas governamentais). Menos efectivo é o poder dos governos nos países em que é obrigatória a publicação das directivas

dadas ao banco central (v.g., na Austrália e no Canadá, onde esta faculdade nunca foi utilizada). É que, neste caso, a responsabilidade política das medidas adoptadas pelo banco central não pode deixar de caber ao governo que contrariar os pontos de vista do banco central (sobretudo quando este goza de prestígio e credibilidade junto dos meios económicos e da opinião pública em geral).

Outros propõem apenas que o banco central seja obrigado a anunciar as suas metas no que se refere ao comportamento dos agregados monetários, explicando como é que estas metas são compatíveis com os objectivos económicos (em particular no domínio da inflação e do emprego) definidos pelos órgãos do poder político para tal competentes.

Menos exigentes são os que defendem que o banco central seja apenas obrigado a anunciar as medidas que adopta no próprio momento em que elas são tomadas (nos EUA, v.g., o Fed só anuncia as medidas adoptadas cerca de seis semanas após a sua adopção).

Alguns autores defendem que os bancos centrais não devem poder elaborar os seus próprios orçamentos, nem estes devem ser financiados por receitas próprias (não dependentes de recursos inscritos no orçamento do estado), sem qualquer controlo ou aprovação por parte dos governos ou dos parlamentos, negando também aos bancos centrais o privilégio que dispensa alguns deles da apresentação das suas contas à fiscalização de uma instância exterior (como acontece, por exemplo, com as contas do estado).

7. - A defesa de uma autonomia moderada poderá ver-se sintetizada igualmente na afirmação de que “a independência do banco central não é uma independência do governo, mas uma independência dentro do governo” (o Fed norte-americano é o exemplo mais importante de um banco central “independent within the government”). Reflecte-se aqui a ideia de que o sistema não pode dispensar uma estreita relação de trabalho entre o banco central e o governo, devendo resolver-se os problemas pela via do diálogo e do compromisso entre estas duas instâncias.

Uma concepção deste tipo parece ser a que resulta das conclusões de uma conferência internacional realizada em Pequim, com o patrocínio do FMI, em Janeiro de 1990. Aí se defende que é desejável a autonomia do banco central e especifica-se que autonomia significa que o banco central “não está sujeito a ordens de outros departamentos do governo (...) e que goza de autonomia financeira.” Mas logo se acrescenta que “o banco central precisa de ser sensível ao ambiente social, político e económico dentro do qual actua a política monetária e que um banco central eficiente deve fazer todos os esforços para explicar a sua política aos outros departamentos do governo e à opinião pública em geral. Um banco central e um ministro

das finanças deveriam, idealmente, trabalhar em conjunto numa base de confiança, mas sem a imposição de quaisquer decisões ao banco central.”

Neste modelo teórico poderão caber, no entanto, situações razoavelmente diferentes, desde bancos centrais com poderes efectivos bastante amplos até outros que só são independentes na formulação dos pareceres que emitem.

8. - Em regra, os autores (ou os países) que atribuem à estabilidade monetária uma importância maior do que aos outros objectivos da política são levados a defender um maior grau de independência para o banco central enquanto autoridade monetária. O art. 3º da Lei Orgânica do *Deutsche Bundesbank* (1957) atribuía ao banco central alemão a competência para “regular a circulação de notas e de moeda metálica e a oferta de crédito à economia, com o objectivo de assegurar a estabilidade monetária”. Não admira, por isso, que, antes da instituição da UEM, a Alemanha fosse, no quadro da União Europeia, o país onde o banco central gozava de mais ampla independência perante os órgãos do poder político.

Esta opção pode ter algum sentido em países como a Alemanha, historicamente traumatizados pela vivência de períodos de hiperinflação. Mas parece dificilmente justificável para a generalidade dos países, mesmo que se trate de países industrializados desenvolvidos, económica e politicamente estabilizados. E será inaceitável em países que têm no desenvolvimento económico o principal problema a resolver (e nos quais, em regra, a administração fiscal é deficiente e o mercado monetário e o mercado financeiro não existem ou não funcionam), bem como em países com situações difíceis no domínio do emprego e da balança de pagamentos. Nestes casos, parece desejável que o banco central, enquanto autoridade monetária, não possa alhear-se da situação económica e social do país, erigindo a estabilidade monetária em objectivo primordial da sua acção, ao qual deverão sacrificar-se, friamente, os outros objectivos da política económica (o crescimento económico, a modernização da estrutura produtiva, a modificação da estrutura do comércio externo, os investimentos estratégicos na educação, na saúde, na segurança social etc.).

9. - Em nosso entender, o conceito de autonomia (ou independência) do banco central poderá resumir-se nestes dois pontos fundamentais:

a) poder de recusar financiamentos ao estado, nomeadamente pela concessão de crédito directo (muitas vezes a preços políticos, com taxas de juro à margem do mercado, artificialmente baixas), através da criação de moeda;

b) competência do banco central para escolher livremente as medidas de política, bem como a oportunidade e os níveis de intervenção.

O estatuto de independência do banco central deve manter-se dentro dos limites estritamente necessários para permitir que a *política monetária* se autonomize da *política orçamental*, impedindo que os governos tenham acesso privilegiado ou automático ao financiamento junto dos bancos centrais e possam dispor dos instrumentos da política monetária como instrumentos integrantes da caixa de ferramentas ao seu inteiro dispor com vista a acções de política conjuntural, nomeadamente para financiar os défices orçamentais a baixo custo, tornando possível o aumento irracional e descontrolado das despesas públicas.

Historicamente, parece certo que os governos, ao promoverem a criação dos bancos centrais, tiveram em vista, precisamente, a obtenção de crédito em condições favoráveis, concedido pelos bancos centrais em troca do monopólio da emissão de notas. Foi assim no caso de bancos públicos (o Banco Nacional da Prússia, v. g.) como no caso de bancos privados (o Banco de Inglaterra, v. g.). Ficou famosa a afirmação de Napoleão: “Criei o Banco de França para ter a taxa de desconto a 4%” (o que era na altura uma taxa baixa). O conceito de independência, entendido como acima se refere, vem, afinal, impedir que os bancos centrais possam cumprir o objectivo que, historicamente, terá justificado a sua criação.

De acordo com esta perspectiva, as despesas públicas, quando não cobertas pelas receitas fiscais, devem ser financiadas através de empréstimos obtidos pelo Tesouro no mercado do crédito, em concorrência com os demais agentes económicos, sendo vedado ao governo o acesso privilegiado ao crédito fácil e artificialmente ‘barato’ concedido pelo banco central através da criação de moeda.

Mas este entendimento da *independência dos bancos centrais* não pode significar, a nosso ver, que a sua acção enquanto autoridades monetárias deva considerar-se desligada ou separada (e, portanto, potencialmente antagónica) da acção dos governos, através da política financeira e dos outros instrumentos ao seu dispor enquanto responsáveis pela “condução da política geral do país.” (expressão do art. 185º CRP)

Seria incompreensível, v. g., que a acção dos governos no sentido de promover o crescimento económico e o emprego tivesse de desenvolver-se sem qualquer articulação com a política de taxas de juro. Por outro lado, parece irrecusável que a opção dos governos por

uma ou outra forma de financiamento não monetário dos défices orçamentais não deixa de influenciar o comportamento das variáveis monetárias.

Em conclusão: parece inevitável, e é sem dúvida frutuoso, que entre os governos e os bancos centrais se verifique uma permanente relação de trabalho assente na troca de informações aberta e leal, no diálogo e no compromisso, na colaboração entre as duas instâncias, com vista à melhor prossecução do interesse nacional, que não pode ser diferente para os governos e para os bancos centrais. Com Charles Goodhart, entendemos mesmo que os bancos centrais, no exercício da sua função primordial enquanto autoridades monetárias (“a discretionary conduct of monetary policy”), não podem alhear-se das questões económicas e sociais que constituem a responsabilidade essencial dos órgãos do poder político (os parlamentos e os governos): os bancos centrais “devem ter um olho posto nos desenvolvimentos na esfera monetária e cambial e outro olho no horizonte mais vasto da evolução da economia.”

Creemos que este entendimento tem sido mais ou menos pacífico entre nós. Se bem as interpretamos, estas são as posições expressas por três economistas que exerceram funções de responsabilidade no Banco de Portugal e no Governo.

No discurso da tomada de posse como Governador do BP (1980), Jacinto Nunes defendeu a conveniência de salvaguardar a “independência” do Banco, mas não deixou de prometer ao Ministro das Finanças “o melhor espírito de colaboração”, para facilitar a acção do Governo, sublinhando que “tal não representa senão um dever de uma instituição com um papel fundamental na vida económica e financeira do País, como é o Banco de Portugal.”

Também Vítor Constâncio abordou o tema, ao tomar posse como Governador do Banco (Fevereiro de 1985). Defendendo para o Banco Central um “adequado estatuto de independência, dentro da estrutura do Governo”, Constâncio deixa claro que “o Banco de Portugal não é uma repartição do Ministério das Finanças”, considerando inerente à sua função social “o dever de resistir pela persuasão, pelo compromisso, pela actuação correcta nas áreas próprias, às naturais inclinações de quem está mais pressionado pela conjuntura e pela política.”

Mas logo acrescenta que a independência de um banco central tem de se entender como *independência dentro da estrutura do governo* e não como independência face à estrutura do governo.” ”Como braço independente da Administração - continua Constâncio - , o Banco Central tem o *dever de seguir as orientações* e de cooperar lealmente com a política do Governo, entidade que, no contexto dos poderes constitucionais, define o interesse nacional na condução da política do País.”

No início de 1994, Aníbal Cavaco Silva sintetiza assim o seu ponto de vista: “Para conseguir a combinação de políticas desejável, o Ministério das Finanças e o banco central, embora sendo autoridades autónomas de políticas de estabilização, têm de colaborar, como responsáveis que são das políticas orçamental e monetária. Outro entendimento da independência dos bancos centrais não é favorável nem à política de conjuntura nem à política de desenvolvimento.”

10. - Até recentemente, não existia em Portugal uma tradição de autonomia do banco central. Ao invés, o Banco de Portugal era considerado um instrumento de execução das políticas do governo.

A Lei Orgânica (LO) de 1990 (DL n.º 337, de 30.10.1990) veio, pela primeira vez, atribuir ao Banco de Portugal (BP) uma certa margem de autonomia, em termos que iam além do quadro constitucional então em vigor.

A Constituição da República Portuguesa (CRP), na versão originária de 1976, mantida na revisão de 1982, dizia, no art. 105.º, n.º 2, que “o Banco de Portugal, como banco central, tem o exclusivo da emissão de moeda e, de acordo com o Plano e as directivas do Governo, colabora na execução das políticas monetária e financeira.”

Após as ligeiras alterações introduzidas pela Lei de Revisão Constitucional (LC) n.º 1/89, o art. 105.º CRP passou a ter a seguinte redacção: “o Banco de Portugal, como banco central, tem o exclusivo da emissão de moeda e colabora na execução das políticas monetária e financeira, de acordo com a lei do Orçamento, os objectivos definidos nos planos e as directivas do Governo.”

É patente o reduzido grau de autonomia conferido pela CRP ao banco central português. Este não tinha competência para *definir* nem tinha o direito de *colaborar na definição* da política monetária. Cabia-lhe tão só *colaborar na execução* das políticas monetária e financeira. O texto constitucional deixa mesmo entender que a própria *execução da política monetária* caberá, em primeira linha, ao Governo, com o qual o BP tem o direito (e o dever) de colaborar.

Deste texto resulta também a natureza subordinada da política monetária e da acção do BP. Aquela não pode afirmar objectivos próprios, que valham por si, acima dos objectivos gerais da política económica; o Banco deve subordinar-se, no exercício das suas competências, aos objectivos definidos nos planos, na lei do Orçamento e nas directivas do Governo.

Ora os planos são elaborados pelo Governo, de acordo com o seu programa, cabendo à Assembleia da República aprovar as grandes opções correspondentes a cada plano (CRP, arts. 92.º, 93.º e 164.º, alínea h)). Os objectivos dos planos são os referidos no art. 91.º CRP (entre os

quais não é sequer referida expressamente a estabilidade monetária): “promover o crescimento económico, o desenvolvimento harmonioso de sectores e regiões, a justa repartição individual e regional do produto nacional, a coordenação da política económica com as políticas social, educacional e cultural, a preservação do equilíbrio ecológico, a defesa do ambiente e a qualidade de vida do povo português.” Os planos anuais têm a sua expressão financeira no Orçamento do Estado, cuja aprovação é da competência da AR (CRP, art. 164º, alínea h)).

Tal como resultou da revisão de 1989, a CRP não reconhece ao nosso banco central qualquer competência para definir ou executar políticas cujos objectivos não sejam os apontados nos planos e no OE pelos órgãos políticos para tanto competentes (a AR e o Governo). A este cabe, aliás, o direito de emitir directivas definidoras de objectivos de política às quais deve subordinar-se a acção do BP (CRP, art. 105º, *in fine*).

Algo diferente deste figurino constitucional de 1989 parece ser o estatuto do BP consagrado na Lei Orgânica de 1990.

Com inteira razão, o preâmbulo desta Lei sublinha que a função primordial do BP (como dos bancos centrais em geral) não é hoje a função emissora, mas a função de regulação monetária e cambial e de defesa da estabilidade do sistema financeiro e do sistema de pagamentos.

No pressuposto de que as opções tomadas no âmbito do processo de integração europeia conduzirão à criação de uma estrutura europeia de banco central e à adopção de uma política monetária e de uma política cambial únicas, a LO privilegiava “as exigências de estabilidade monetária que subjazem a este projecto” (de união económica e monetária no seio da UE), assim se justificando “a elevação do grau de autonomia do Banco na condução da política monetária” e a consagração de certos princípios (nomeadamente o consagrado no art. 27º LO) que se pretende funcionem como “garante da autonomia da política monetária.”

O art. 3º LO dispõe que o BP é o Banco Central da República Portuguesa, devendo, nessa qualidade, assegurar o equilíbrio monetário interno e a solvência exterior da moeda. Ao BP reconhece-se agora (LO, art. 18º) competência para *colaborar na definição* da política monetária (o que ia além do texto constitucional) e competência para *executar* (em vez do dever de colaborar na execução de) a política monetária e cambial (definida pelo Governo com a colaboração do Banco), mas *tendo em conta* - na execução das políticas - *as orientações do Governo*.

Ao BP cabe também aconselhar o Governo, não só no domínio da política monetária, mas também em matéria financeira e fiscal, função esta que, dadas a (crescente) interligação dos mercados monetário, financeiro e cambial e a (crescente) interdependência das políticas

monetária, financeira e cambial, pode ser muito importante para permitir a conveniente articulação entre o Governo e o BP, dando a este a oportunidade de fazer ouvir a sua opinião em questões não incluídas na sua esfera de competência (política orçamental; gestão e financiamento da dívida pública; regras de funcionamento e gestão corrente do mercado de capitais e das bolsas de valores).

Mas o sinal mais claro da autonomia que se quis conceder ao BP resulta do disposto no art. 27º LO, que proíbe expressamente ao Banco:

a) a concessão de crédito ao Estado e a outras pessoas colectivas de direito público;

b) a garantia de quaisquer obrigações do Estado, de serviços dele dependentes ou de outras pessoas colectivas de direito público, bem como a realização de pagamentos por conta de qualquer deles, quando não existam no Banco fundos que lhes pertençam e que para tal fim estejam imediatamente disponíveis.

O Estado fica, em grande medida, impossibilitado de financiar as despesas públicas pela via monetária, caminhando-se, deste modo, no sentido de autonomizar a política monetária da política orçamental. Resta-lhe apenas:

a) a possibilidade de obter, através de crédito concedido pelo Banco, os meios necessários à comparticipação no capital de organismos internacionais com actividade principal nos domínios monetário, financeiro e cambial (LO, art. 25º);

b) a possibilidade de recorrer (bem como as Regiões Autónomas) a uma conta gratuita aberta no Banco, cujo saldo devedor não poderia exceder 10% das respectivas receitas correntes cobradas no último ano (LO, art. 26º);

c) a possibilidade de tomada firme de Bilhetes do Tesouro pelo BP, por acordo entre o Banco e o Ministério das Finanças, desde que observados os limites legais, nomeadamente os decorrentes da lei do orçamento (LO, art. 27º, nº 1, *in fine*);

d) a possibilidade de o BP comprar títulos do Estado Português, no âmbito da execução da política monetária e cambial (LO, art. 35º, nº 1, alínea b)).

Quer dizer: o financiamento do Tesouro pelo BP passou a depender do acordo do Banco e passou a consistir unicamente na tomada de títulos da dívida pública no mercado primário (de curto prazo ou de médio e longo prazos), títulos com os quais o Banco constitui a sua carteira de títulos, que utiliza depois (especificamente, os Bilhetes do Tesouro) para as intervenções do Banco no mercado livre, vendendo-os ou readquirindo-os no mercado secundário.

11. - Com a ratificação do TUE pelos vários estados-membros, a problemática da independência (e das competências efectivas) dos bancos centrais dos países integrantes da UE passou a ter um novo enquadramento.

11. 1. - Em Portugal, a terceira revisão constitucional (LC 1, de 25.11.1992) reflectiu isto mesmo, alterando de novo o estatuto constitucional do BP. Segundo o novo texto do art. 105º CRP, “o Banco de Portugal, como banco central nacional, colabora na definição e execução das políticas monetária e financeira e emite moeda, nos termos da lei”.

O Banco perde o monopólio da emissão de moeda e continua a não ter competência para *definir* e a não ter o direito de *executar* as políticas monetária e financeira. Cabe-lhe tão só *colaborar na definição e na execução* destas políticas, definição e execução que competem ao Governo, como “órgão de condução da política geral do País.” (CRP, art. 185º)

Mesmo depois da revisão constitucional de 1992, a LO de 1990 continua a ir além do texto constitucional, ao reconhecer ao BP competência para *executar* a (e não apenas o direito e o dever de *colaborar na execução* da) política monetária e cambial. A este respeito, o legislador constituinte português manifestou sempre, nas revisões constitucionais, uma grande dificuldade em chamar as coisas pelos seus nomes.

11. 2. - Na sequência do Tratado de Maastricht e da revisão constitucional de 1992, o DL nº 231, de 12.09.1995, veio introduzir no ordenamento jurídico português o regime resultante do art. 104º do Tratado de Roma (redacção do art. D-25 TUE), alterando, em consequência, algumas normas importantes da LO do Banco de Portugal, no sentido de lhe reconhecer, claramente, um *maior grau de autonomia*.

O mais claro sinal disto mesmo é o regime resultante da nova redacção do art. 25º LO, nos termos da qual fica vedado ao BP:

a) conceder crédito, *sob qualquer forma*, ao Estado português e serviços ou organismos dele dependentes, bem como a outras pessoas colectivas de direito público e a empresas públicas ou quaisquer entidades sobre as quais o Estado português, as Regiões Autónomas ou as autarquias locais possam exercer, directa ou indirectamente, influência dominante;

b) garantir quaisquer obrigações do Estado ou das demais entidades acabadas de referir;

c) *comprar directamente* títulos de dívida emitidos pelo Estado ou pelas demais entidades atrás referidas.

Isto significa que, doravante, só no mercado secundário e no quadro das *operações de open market*, o BP pode adquirir títulos da dívida pública. E talvez deva entender-se que só o

pode fazer quando essa operação de compra se justificar no âmbito da prossecução dos objectivos de controlo monetário que competem ao Banco (os estatutos do *Deutsche Bundesbank* impõem-lhe expressamente esta limitação). Excepcionalmente (e transitoriamente), apenas as Regiões Autónomas dos Açores e da Madeira mantêm a facilidade de beneficiar de uma conta gratuita aberta no Banco (Protocolo 8 anexo ao TUE e art. 2º DL nº 231, de 12.09.1995).

O art. 3º LO dispõe agora que o BP (cujo Governador e demais membros do Conselho de Administração são nomeados pelo Conselho de Ministros, sob proposta do Ministro das Finanças, para um mandato de cinco anos, renovável – arts. 38º e 44º) é o Banco Central da República Portuguesa, que “tem como atribuição principal manter a estabilidade dos preços, tendo em conta a política económica global do Governo.”

E o art. 18º LO atribuía ao BP “a condução da política monetária” e o direito/dever de “colaborar na definição e executar a política cambial” e de “aconselhar o Governo nos domínios monetário, financeiro e cambial.”

Se confrontarmos com a norma do art. 105º CRP (texto da LC 1/92), podemos concluir que o texto actual da LO do BP (na redacção de 1995) retira ao banco central português a competência, reconhecida na CRP, para *colaborar na definição* da política financeira, reconhecendo-lhe apenas capacidade para *aconselhar* o Governo neste domínio.

Em contrapartida, no campo da política monetária, em vez de se limitar a reconhecer-lhe competência para *colaborar na definição e execução da política monetária* (CRP, art. 105º), comete-lhe a competência para *conduzir a política monetária* (ficando a dúvida sobre se a condução abrange a definição e a execução ou só a execução), e impõe a *manutenção da estabilidade dos preços* como *atribuição principal* da sua acção (sendo certo que, mesmo após a revisão de 1992, a CRP não inclui a estabilidade dos preços entre os objectivos da política económica).

A LO (versão 1995) aproxima-se, sem dúvida, das concepções monetaristas consagradas em Maastricht, mas esquece o normativo constitucional.

Saliente-se, porém, que o texto de 1995 continua a impor ao BP o dever de, na prossecução da sua atribuição principal de manutenção da estabilidade dos preços, *ter em conta a política económica global do Governo*. Mantém-se, pois, sensivelmente, o regime previsto no art. 92º do DL nº 298/92, de 31 de Dezembro (Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras), segundo o qual o BP, no exercício da sua competência de orientação

e fiscalização dos mercados monetário e financeiro, *deve ter em conta a política económica e social do Governo.*

Se bem julgamos, o legislador pretende que o BP, apesar da acrescida autonomia que lhe é reconhecida perante o Governo, não possa desenvolver a sua actividade de costas voltadas para a realidade económica e social do País, inteiramente à margem dos objectivos de política económica e social definidos pelo Governo, enquanto órgão responsável pela “condução da política geral do País.” À luz do que fica dito, não é legítimo, a nosso ver, defender que o BP, enquanto instância autónoma do Governo, pode (e, muito menos, deve) sacrificar à manutenção da estabilidade dos preços a prossecução de outros objectivos de política definidos pelo Governo (o crescimento económico, o combate ao desemprego e a promoção do emprego, v.g.).

O DL nº 289 (RGICSF), promulgado depois da revisão constitucional de 1992, consagra, de resto, algumas outras soluções que ilustram um grau considerável de subordinação do BP ao Governo.

É o caso do art. 91º, onde se prescreve que é da competência do Ministro das Finanças a *superintendência* dos mercados monetário, financeiro e cambial, designadamente a coordenação da actividade dos agentes do mercado com a política económica e social do Governo.

É também declarada a competência do Governo - através de portaria conjunta do Primeiro Ministro e do Ministro das Finanças, *ouvido* o BP - para ordenar as medidas apropriadas (nomeadamente a suspensão temporária de determinados mercados ou de certas categorias de operações ou o encerramento temporário de instituições de crédito) a situações de perturbação dos mercados monetário, financeiro ou cambial que pusessem em grave perigo a economia nacional.

Como índices da subordinação do BP ao Governo podem referir-se ainda - para além do processo de nomeação do Governador e dos membros do Conselho de Administração - o facto de o Banco ser obrigado a comunicar o seu orçamento anual ao Ministro das Finanças até 30 de Novembro do ano anterior, e o facto de o Banco ser obrigado a submeter à aprovação do Ministro das Finanças, até 31 de Março de cada ano, o relatório, o balanço e as contas de gerência do ano anterior (LO, arts. 62º e 64º).

12. – Esta problemática da independência do BP tem que ser enquadrada no sistema que decorrerá da execução do TUE, que aponta para a criação de um Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e de um Banco Central Europeu (BCE).

O problema da independência do SEBC edo BCE é abordado no Tratado de Maastricht

e no “Protocolo Relativo aos Estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais e do Banco Central Europeu”, Protocolo que é parte integrante do TUE.

Nos termos deste Protocolo, a direcção do BCE caberá a uma *Comissão Executiva* (à qual incumbe a gestão das actividades correntes do BCE) constituída por seis membros, nomeados por comum acordo dos Estados-Membros da UE, de entre personalidades de reconhecida competência, para um mandato de oito anos (não renovável), durante o qual não têm que prestar contas a qualquer instância política democraticamente legitimada.

Além da Comissão Executiva (que decide por maioria simples, tendo cada membro um voto e o Presidente voto de qualidade), está previsto o *Conselho do BCE*, que integra, além dos seis membros da Comissão Executiva, os governadores dos bancos centrais dos países da zona euro.

No Conselho, as decisões são tomadas por maioria simples, cabendo um voto a cada membro. Nas questões importantes, no entanto, pode exigir-se maioria qualificada, considerando-se validamente tomadas as deliberações aprovadas por um número de votos que representem 2/3 do capital subscrito do BCE e provenham de pelo menos metade dos accionistas (Protocolo, art.10º).

O estatuto de independência do BCE acompanha de perto o sistema em vigor na Alemanha, aplicando-se igualmente aos bancos centrais nacionais dos países comunitários, de acordo como o TUE, o modelo que rege actualmente o *Deutsche Bundesbank*.

O art. 104º do Tratado de Roma (redacção do art. D-25 do TUE) consagra a *autonomia da política monetária perante a política orçamental* na medida em que proíbe ao BCE e aos bancos centrais nacionais dos estados-membros a concessão de créditos, sob a forma de descobertos ou sob qualquer outra forma, em benefício de instituições ou organismos da Comunidade, dos governos centrais, autoridades regionais ou locais, de outras autoridades públicas, de organismos ou empresas do sector público dos estados-membros, bem como a compra directa de títulos da dívida pública a essas entidades.

Quanto à competência e à capacidade de manobra do BCE e do SEBC e do BCE, o art. 105º do Tratado de Roma (redacção do TUE) dispõe que “o objectivo primordial do SEBC é a manutenção da estabilidade dos preços”, dele resultando que “as políticas económicas gerais da Comunidade” só poderão ser apoiadas pelo BCE se esse apoio puder ser dado “sem prejuízo do objectivo da estabilidade dos preços”, o qual, proclamado como objectivo primordial, se sobrepõe a todos os outros (Cfr. também art. 3º-A).

Por sua vez, o art. 107 do Tratado de Roma (redacção do TUE) e o art. 7º do Protocolo acima referido dispõem que o BCE deve agir com *inteira independência relativamente aos*

órgãos do poder político: “O BCE, os bancos centrais nacionais ou qualquer membro dos respectivos órgãos de decisão não podem solicitar ou receber instruções das instituições ou organismos comunitários, dos governos dos Estados-Membros ou de qualquer outra entidade. As instituições e organismos comunitários, bem como os governos dos Estados-Membros, comprometem-se a respeitar este princípio e a não procurar influenciar os membros dos órgãos de decisão do BCE ou dos bancos centrais nacionais no exercício das suas funções.”

Um dos objectivos definidos em Maastricht (art. 3º-A do Tratado de Roma, com a redacção do art. G-B-4 do TUE) é a criação de uma *moeda única*, que permita a definição e condução de uma política monetária e de uma política cambial únicas. O nº 2 do art. 105º determina, em conformidade, que compete ao SEBC “a definição e execução da política monetária da Comunidade.” E o art. 109º do Tratado de Roma (redacção do art. D-25 TUE) determina que caberão ao Conselho as decisões mais importantes no que toca à política cambial da Comunidade, sendo certo que os compromissos assumidos pelo Conselho vinculam não só as Instituições da Comunidade e o BCE, mas também os estados-membros (e, obviamente, os bancos centrais nacionais).

Daqui resulta que o cumprimento efectivo destas normas (cfr. art. 6º dos Estatutos do BCE) implica que o BP deixará de exercer também as suas competências enquanto *autoridade cambial* da República Portuguesa (arts. 22º e 31ºss LO), competências que já hoje se desenvolvem (nomeadamente a regulamentação do mercado cambial e a intervenção que nele faz o BP para assegurar a gestão do regime de controlo cambial) tendo em conta as obrigações decorrentes da adesão do escudo ao Mecanismo de Taxas de Câmbio do SME (banda de flutuações do escudo) e no quadro do processo de liberalização integral dos movimentos de capital em consonância com as obrigações e os princípios prevaescentes no espaço comunitário (DL nº 13/90, de 8 de Janeiro; DL nº 176/91, de 14 de Maio, que transpôs para o direito interno a Directiva do Conselho nº 88/361/CEE, de 31 de Dezembro; DL nº 170/93, de 11 de Maio).

13. - O que fica dito acerca do projectado estatuto do BCE (Banco Central Europeu) e do SEBC (Sistema Europeu de Bancos Centrais) significa que o sistema de Maastricht implicará alterações profundas no estatuto do nosso Banco Central, tal como ele resulta actualmente da CRP e da LO do Banco de Portugal.

O art. 108º do Tratado de Roma (redacção do art. D-25 TUE) prescreve, aliás, que “cada um dos estados-membros assegurará, o mais tardar até à data da instituição do SEBC, a compatibilidade da respectiva legislação, incluindo os estatutos do seu banco central nacional,

com o presente Tratado e com os Estatutos do SEBC.” (cfr. também o art. 14º dos Estatutos do SEBC)

O modelo previsto não TUE torna o BP *independente dos órgãos do poder político*, mas retira-lhe toda a competência (e toda a independência) na definição da política monetária e da política cambial nacionais.

Neste quadro, os governos nacionais – como, aliás, os órgãos responsáveis pela política comunitária – ver-se-ão impedidos de utilizar os instrumentos ao dispor dos bancos centrais para combater a depressão e o desemprego, por mais grave que seja a situação económica e social. Ao BCE e aos bancos centrais nacionais é vedado, por outro lado, qualquer compromisso entre a estabilidade dos preços e os outros objectivos da política económica, devendo todos eles ser sacrificados à salvaguarda da estabilidade monetária.

À escala de cada Estado-Membro da UE, a possibilidade de definir e executar a política monetária e cambial deixa de integrar a soberania nacional, sendo irrelevante, a este nível, o maior ou menor grau de autonomia ou de dependência dos BCN relativamente aos respectivos governos. O n. 3 do art. 14º dos Estatutos do SEBC determina expressamente que “os bancos centrais nacionais constituem parte integrante do SEBC, devendo actuar em conformidade com as orientações e instruções do BCE.”

Por outro lado, a adopção da moeda única significará que os países da EU, ao deixarem de ter moeda própria, ficam impossibilitados de recorrer, autonomamente (soberanamente), à política monetária e à política cambial como instrumentos de política económica (estímulo ao crescimento, combate à inflção ou ao desemprego).

Creemos que o sistema consagrado no TUE configura uma solução qualitativamente (muito) diferente daquela que consideramos uma solução razoável (conveniente) da questão da autonomia dos bancos centrais e mesmo daquela que resulta, segundo cremos, do quadro legal actualmente em vigor no nosso País. Mas cremos que a ponderação das vantagens e desvantagens deste sistema para um país como Portugal não cabe no âmbito da problemática que nos propusemos abordar aqui.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO CENTRAL EUROPEU – “O quadro institucional do Sistema Europeu de Bancos Centrais”, em *Boletim Mensal do BCE*, Jul/1999, 59-67;
 - “UEM e supervisão bancária”, em *Boletim Mensal do BCE*, Abril/2000, 53-69;
 - “As relações do BCE com instituições e organismos da Comunidade Europeia”, em *Boletim Mensal do BCE*, Out/2000, 61-66;
 - “Relações entre o BCE e organizações e fóruns internacionais”, em *Boletim Mensal do BCE*, Jan/2001, 59-77.
 BANCO DE PORTUGAL – “O papel dos Bancos Centrais Nacionais no Eurosistema”, em *Relatório*

Anual de 1999/BP, 42-44.

- DELALANDE, Daniel – “L’indépendance des banques centrales”, em *Cahiers Français*, nº 267, Jul-Set/1994, 65-97.
- DOWNES, Patrick; VAEZ-ZADEH, Reza (Eds.) - *The Evolving Role of Central Banks*, IMF, Washington, 1991.
- EIJFFINGER, S.; E. SCHALING – “The ultimate determinants of central bank independence” (Comment by L. Hoogderin), em EIJFFINGER/HUIZINGA (Eds), cit..
- FERREIRA, Eduardo da Paz – “O Banco de Portugal e o Sistema Europeu de Bancos Centrais”, em *Revista da Banca*, nº 41, 1997, 21-45;
- *União Económica e Monetária. Um guia de estudo*, Lisboa, Quid Juris, 1999;
 - *Aspectos Jurídicos e Económicos da Introdução do Euro*, Lisboa, Instituto Europeu da FDUL, 1999.
- GOODHART, Charles – *L’evoluzione delle banche centrali*, trad. it., Laterza, Roma-Bari, 1991 (a 1ª ed., é de 1985; tradução a partir da 2ª ed., 1988).
- HAYEK, Friedrich – “Inflation: The Path to Unemployment”, em *Inflation: Causes, Consequences and Cures*, IEA Reading 14, The Institut of Economic Affairs, Londres, 1974, 115-120.
- ISSING, Otmar *et alii* - *Monetary Policy in the euro area: strategy and the decision- making at the European Central Bank*, Cambridge University Press, 2001.
- LARANJEIRO, Carlos - *Lições de Integração Monetária Europeia*, Coimbra, Almedina, 2000.
- LASTRA, Rosa Maria - *Central Banking and Banking Regulation*, Londres, Financial Markets Group, 1996.
- MOCORDA, Isabel Vega (Coord.) - *La Integración Económica Europea: Curso Básico*, Valladolid, Lex Nova, 1998.
- NUNES, A. J. Avelãs - *O Keynesianismo e a Contra-Revolução Monetarista*, Coimbra, 1991;
- “Nota sobre a independência dos bancos centrais”, em *Ensaios de Homenagem a Manuel Jacinto Nunes*, Lisboa, Universidade Técnica de Lisboa, 1996, 405-423;
 - “A institucionalização da União Económica e Monetária e os estatutos do Banco de Portugal”, em *Boletim de Ciências Económicas*, Vol. XLV-A, Coimbra, FDUC, 2002, 65-98;
 - *Economia - O Crédito* (lições ao 5º Ano da FDUC, copiogr.), Serviço de Textos da Universidade de Coimbra. Coimbra, 2003.
- PATRÍCIO, J. Simões – “A autonomia do banco central”, em *Revista da Banca*, nº 37, 1996, 37-80.
- PIVETTI, Massimo – “Maastricht e l’indipendenza politica delle banche centrali: teoria e fatti”, em *Studi Economici*, 1995/1, 5-33.
- PORTUGAL, António Moura - *Independência e controlo do Banco Central Europeu - Contributo para a correcta definição dos poderes normativos*, Separata do BMJ, nº 479.
- SECHREST, Larry J. - *Free Banking - Theory, History, and a Laissez-Faire Model*, Quorum Books, Westport, 1993.
- SKÅNLAND, Hermod – “The central bank and the political authorities in some industrial countries”, *Norges Banks Skriftserie*, nº 13, 1984.
- TEICHOVA, Alice *et alii* (Eds.) - *Universal banking in the Twentieth Century*, Aldershot, Edward Elgar, 1994.
- TIETMEYER, Hans – “The Role of an Independent Central Bank in Europe”, em Patrick DOWNES and Reza VAEZ-ZADEH, *ob. cit.*, 176-189.
- TOBIN, James – “The Monetarist Counter-Revolution Today - An Appraisal”, em *The Economic Journal*, Vol. 91, Mar/1981, 29-42.

VERÇOSA, Haroldo M. D. – “Os regimes políticos e jurídicos dos bancos centrais. O sistema financeiro nacional e o Banco Central do Brasil”, em Raquel SZTAJN (Coord.). *Direito da Integração*, São Paulo, Unid/Cultural Paulista, 2001, 105-512.

VILLAREJO, Avelino Garcia – “Las uniones monetarias y la cohesión económica y social: el exemplo europeo”, em *Boletim de Ciências Económicas*, Vol. XLII, Coimbra, FDUC, 1999, 27-89.

VOLCKER, Paul; M. MANCERA; J. GODEAUX (Eds.). *Perspectives on the Role of a Central Bank* (Proceedings of a Conferente held in Beijing, China, Jan. 5-7, 1990), Washington, D.C., 1.991.