

UFRJ/IE
363

NS 98986

UNIVERSIDADE FEDERAL
DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

**A tese da independência do Banco Central
e a estabilidade de preços: uma aplicação do
método - Cukierman à história do FED.**

nº 363

João Sicsú

Textos para Discussão

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA**

SÉRIE TEXTOS PARA DISCUSSÃO - Nº 363

A TESE DA INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL E A ESTABILIDADE
DE PREÇOS: UMA APLICAÇÃO DO MÉTODO-CUKIERMAN À HISTÓRIA DO
FED*

MAIO DE 1996

João Sicsú**



43 - 016858

* - Em publicação na revista *ESTUDOS ECONÔMICOS*. Este artigo é parte da pesquisa do Projeto de Estudos da Moeda e Sistemas Financeiros do Instituto de Economia da UFRJ que conta com o apoio financeiro do CNPq. O autor agradece as sugestões dos pesquisadores do Projeto e dos colegas e professores do curso de doutorado do Instituto de Economia. Agradece ainda, especialmente, ao professor Fernando Cardim de Carvalho, a Jennifer Hermann, a Valéria Delgado Bastos e aos pareceristas anônimos da Revista Estudos Econômicos por suas observações precisas. Cabe, entretanto, eximí-los de qualquer responsabilidade por eventuais erros ou omissões.

** - Doutorando do Instituto de Economia da UFRJ.

Diretor Geral: Prof. Carlos Lessa
Diretor Adj. de Graduação: Prof. René Louis de Carvalho
Diretor Adj. de Pós-graduação: Prof. Carlos A. de Medeiros
Diretor Adj. de Pesquisa: Prof. José E. Cassiolato
Diretor Adj. Administrativo: Prof. Adilson de Oliveira
Coordenador de Publicações: Prof. David Kupfer

FEA - UFRJ
BIBLIOTECA
 Data: 22 / 10 / 96
 N.º Registro: 044626-2

Projeto gráfico: Gláucia Aguiar
Editoração: Jorge Amaro
 Ana Lucia Ribeiro
Revisão: Paola Lobo Brollo
Secretária: Joseane de O. Cunha
Impressão: Célio de Almeida Mentor
 Olávio da Silva Inacio

S
 UFRJ/IEI
 TD 363

FICHA CATALOGráfICA

SICSÚ, João

A tese da independência do Banco Central e a estabilidade de preços: uma aplicação do método--Cukierman à história do FED. / João Sicsú. -- Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996

43p; 21cm -- (Textos para Discussão. UFRJ/IE; n° 363)

Bibliografia: p.41-44

1. Bancos Centrais. 2. Estabilidade ^{suçã} de Preços. I. Título. II. Série.

O Programa Editorial do IE/UFRJ (sucessor dos Programas Editoriais do IEI e da FEA/UFRJ), através das séries "TEXTOS PARA DISCUSSÃO", "TEXTOS DIDÁTICOS" e "DOCUMENTOS", publica artigos, ensaios, material de apoio aos cursos de graduação e pós-graduação e resultados de pesquisas produzidos por seu corpo docente.

Essas publicações, assim como mais informações, encontram-se disponíveis na livraria do Instituto de Economia, Av. Pasteur, 250 sala 4 (1º andar) - Praia Vermelha - CEP: 22290-240 / C.P. 56028. - Telefone: 295-1447, ramal 224; - Fax 541-8148, A/c Sra. Joseane de O. Cunha.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO: 5

1. FUNDAMENTOS TEÓRICOS E ARGUMENTOS EMPÍRICOS DA TESE DA IBC 6

2. MEDIDA DO GRAU DE INDEPENDÊNCIA DO FED: UMA ADAPTAÇÃO DO MÉTODO-CUKIERMAN-WEBB-NEYAPTI 11

3. O GRAU DE INDEPENDÊNCIA DO FED AO LONGO DA SUA HISTÓRIA 16

4. GRAU DE INDEPENDÊNCIA DO FED E TAXAS DE INFLAÇÃO NOS ESTADOS UNIDOS 26

SUMÁRIO E CONCLUSÕES 35

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS: 37

NOTAS 40

RESUMO:

O objetivo do texto é discutir a tese que propõe a independência dos bancos centrais (IBC). Para tanto, aplica-se o método de avaliação do grau de autonomia dos bancos centrais - elaborado por Alex Cukierman - ao *Federal Reserve System* em alguns importantes eventos da história monetária americana. Verifica-se se o grau de autonomia das autoridades monetárias nos Estados Unidos está relacionado com as taxas de inflação do país. A partir dos resultados alcançados, o artigo efetua uma discussão em torno da validade da tese da IBC.

* * *

This paper discusses the thesis that proposes the independence for central banks (ICB). With this aim, it applies Alex Cukierman's method to measure the autonomy degree of Federal Reserve System in some important events from American monetary history. It verifies if the autonomy degree of the U.S. monetary authorities is correlated to the inflation rate of each event. After this, the article debates on validity of ICB thesis.

INTRODUÇÃO:

Depois da onda inflacionária que agitou os países industrializados durante a década de 1970 e, particularmente, depois da assinatura do Tratado de Maastricht, surgiu uma volumosa literatura em defesa da tese da independência dos bancos centrais (doravante IBC). Inúmeros artigos sobre o assunto têm sido publicados nas revistas especializadas em economia mais importantes do mundo. Ademais, esta proposição teórica tem tomado forma concreta nos fóruns políticos. A discussão penetrou nos parlamentos e alguns países têm, de fato, aprovado leis que dão maior autonomia aos seus bancos centrais. O exemplo recente mais interessante é a legislação da Nova Zelândia aprovada em 1989.¹

Dentro da vasta literatura de defesa da tese da IBC, os trabalhos de Alex Cukierman são os mais importantes. Ele elaborou diversos critérios com a intenção de medir quantitativamente o grau de autonomia das autoridades monetárias. Em outras palavras, criou um método de avaliação do grau de independência dos bancos centrais. O artigo *Measuring the Independence of Central Banks and its Effects on Policy Outcomes*, elaborado em conjunto com S.Webb e B.Neyapti, resume grande parte dos estudos deste autor sobre o assunto. Trabalhos empíricos, tal como este de Cukierman e seus dois colegas, atingem o seu ápice quando estabelecem correlações (negativas) elevadas entre grau de independência e taxas de inflação dos últimos anos de diversos países.

No presente artigo utiliza-se o método-Cukierman para medir o grau de independência do FED ao longo da sua história. Objetiva-se verificar se o grau de autonomia das

autoridades monetárias nos Estados Unidos está relacionado com as taxas de inflação deste país. O artigo está dividido em quatro seções. Na primeira, apresenta-se os principais argumentos da tese da IBC. Na segunda seção, descreve-se qual o método específico de avaliação quantitativa que será utilizado para medir o grau de independência do FED. Na terceira, descreve-se a história do FED e aplica-se o método quantitativo escolhido. Na quarta seção, calcula-se a correção - grau de independência X taxas de inflação - e comenta-se o resultado obtido. Nesta última seção, a partir dos resultados alcançados, abre-se a discussão em torno da validade da tese da IBC.

1. FUNDAMENTOS TEÓRICOS E ARGUMENTOS EMPÍRICOS DA TESE DA IBC

Alguns autores, defensores da tese da IBC, têm reconhecido que são os pilares teóricos monetaristas que sustentam a sua proposição. Goodhart (1994, p.1427) reconheceu que a curva de Phillips de longo prazo compõe os fundamentos teóricos da proposta de independência. Cukierman (1994, p.1437) considera que políticas monetárias discricionárias-ativas podem somente *temporariamente* reduzir a taxa de desemprego ou diminuir as taxas de juros. O custo da melhoria temporária de variáveis reais é, contudo, a inflação. Segundo o monetarismo, como o equilíbrio da economia é estável e único, o resultado final de qualquer política monetária-ativa é sempre nulo: a economia retorna à posição original de equilíbrio onde vigora a *taxa natural de desemprego*.² Logo, segundo Goodhart "...o melhor resultado sustentável que as autoridades podem alcançar através da política monetária é a estabilidade de preços" (1994, p.1427).

Cukierman, Webb & Neyapti (1992, p.382) esclareceram que a independência de um BC não significa tão somen-

te autonomia para realizar políticas monetárias sem a interferência do governo central, significa acima de tudo independência para perseguir o objetivo da estabilidade de preços; mesmo que esta busca represente sacrificar outros objetivos que podem ser mais importantes para as autoridades políticas. Os proponentes da tese da IBC têm argumentado que um banco central independente deve assumir a tarefa estatutária única de *guardião da estabilidade* do poder de compra da moeda. Goodhart (1994, p.1427) afirmou que se a política monetária possui mais de um objetivo e estes caracterizam um processo de escolha onde emerge um *trade-off* (inflação e desemprego, por exemplo), então, a decisão sobre os rumos monetários será certamente uma decisão política - tomada fora do BC. Conseqüentemente, nestes casos, o BC tende a ser mais subserviente, portanto, menos autônomo. Segundo Goodhart, "maior autonomia é mais provável que ocorra quando os bancos centrais buscam alcançar um único resultado macro, tal como a manutenção do padrão-ouro até 1914, ou a estabilidade dos preços hoje" (1994, p.1427).

A tese da IBC têm se desenvolvido em torno do trinômio credibilidade-reputação-delegação estabelecido pelo *mainsteam*. Afirmam os proponentes da IBC que existe um viés inflacionário presente na economia que se expressa através da implementação de políticas monetárias que são dinamicamente inconsistentes com a posição de equilíbrio correspondente à *taxa natural de desemprego*. Gestores da política econômica podem circunstancialmente avaliar que resultados imediatos e passageiros sobre o nível de produto são mais valiosos do que a *credibilidade* nas regras de política monetária. Motivados, por exemplo, por interesses eleitorais podem flexibilizar a política monetária com ações discricionárias expansionistas.³ Neste caso, os gestores implementam uma política monetária dinamicamente inconsistente e, conseqüentemente, perdem *reputação* perante os agentes privados. O termo reputação deve ser entendido como a quantidade de graus de confiança dos agentes nos

policy-makers, a qual deve ser medida em relação ao comportamento progressivo das autoridades monetárias.⁴ A tese da IBC objetiva *delegar* a política monetária a um agente que mantenha a sua reputação, a credibilidade nas regras monetárias e, conseqüentemente, mantenha a inflação em patamar aceitável e reduza a variabilidade do produto.

Os mais interessantes trabalhos que sugerem formas de *delegação* da política monetária para conter o viés inflacionário são de Rogoff (1994), Persson & Tabellini (1994b) e de Walsh (1995). Segundo Rogoff (1994), em artigo publicado originalmente em 1985, se a política monetária for delegada a um agente cujas preferências sejam mais avessas à inflação do que as preferências da sociedade seria possível sustentar uma taxa de variação do nível de preços mais baixa do que aquela que ocorreria se o presidente do BC tivesse as mesmas preferências sociais. Logo, um presidente do BC com tais preferências reduziria as perdas de bem estar social associadas a eventos inflacionários. Em suma, Rogoff sugere um presidente do BC conservador em relação as preferências sociais. Um presidente que necessariamente deve dirigir uma entidade independente para que possa fazer prevalecer suas decisões monetárias.

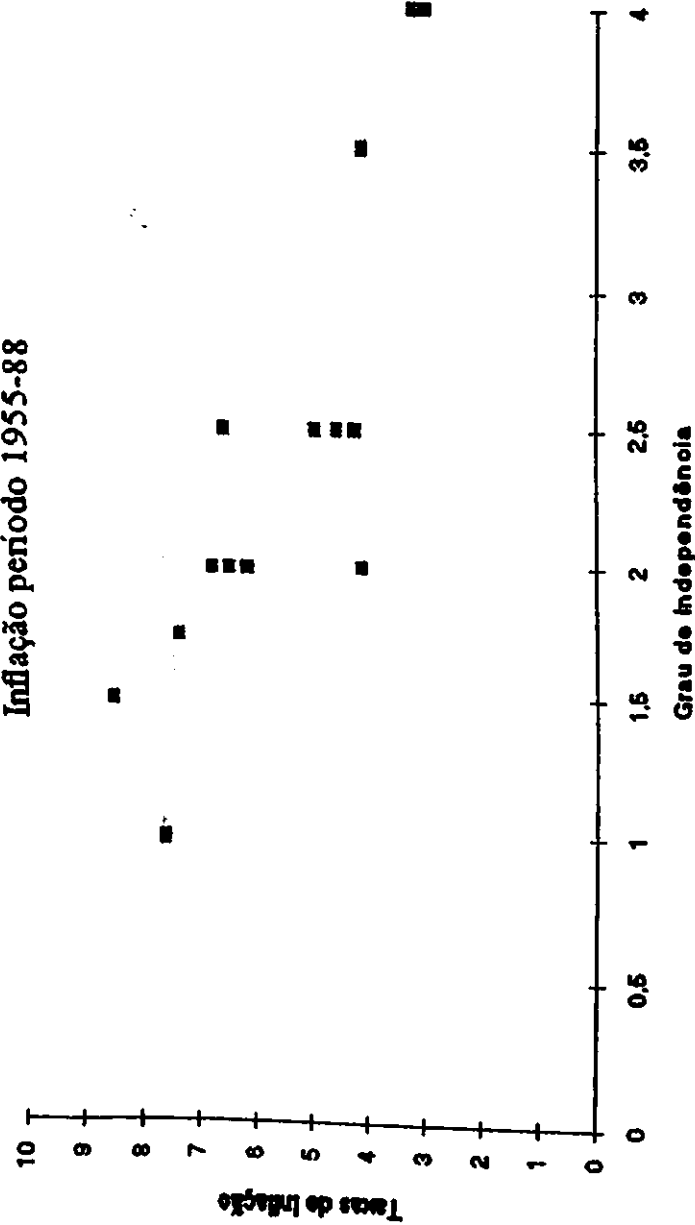
Persson & Tabellini (1994b) e Walsh (1995) sugerem que seja estabelecido um contrato entre o BC e o governo - um contrato que imponha custos (perda do cargo) ao presidente do banco central e a sua diretoria quando a inflação ultrapassar o nível considerado ótimo pelo governo e/ou parlamento. Nesta abordagem, o BC tem que ser independente para que seus dirigentes possam - sem restrições - tentar atingir seu objetivo: a taxa de inflação ótima (grafada em contrato) e, conseqüentemente, a manutenção dos seus empregos, salários e imagem profissional. Ademais, o BC deve ser independente porque contratos são necessariamente assinados entre partes, que por definição são independentes. (Persson & Tabellini, 1994a, p.20) Este modelo objetiva criar tecnologias de compromisso (*commitment*

technologies - o termo é de Persson & Tabellini, 1994a, p.4) para os gestores da política monetária.

Segundo Fischer (1995, p.202), o modelo-Rogoff pode ser definido como um esquema de BC com *independência de objetivos e instrumentos* e o modelo-Walsh-Persson-Tabellini como um esquema de BC com *independência de instrumentos*. No primeiro modelo, o BC tem liberdade para definir a sua meta quantitativa de inflação e pode utilizar os instrumentos monetários com plena autonomia. No segundo modelo, o BC pode livremente utilizar os instrumentos de política monetária visando a alcançar a taxa de inflação pré-estabelecida em contrato. Em ambos os arranjos, a tese da IBC surge como decorrência do trinômio credibilidade-reputação-delegação e a questão central é a tentativa de se eliminar a possibilidade de implementação de políticas monetárias consideradas dinamicamente inconsistentes. Em um caso tenta-se limitar as ações dos dirigentes do banco central estabelecendo uma meta de inflação contratual, no outro, indica-se um presidente do BC com comportamento conservador.

Dado o consenso da maioria da profissão em torno dos fundamentos teóricos monetaristas e em relação a hipótese de que existe um viés inflacionário na economia, a tese da IBC transformou-se praticamente em um problema de inferência empírica. Sendo assim, alguns testes foram realizados. Alesina & Summers (1993), por exemplo, relacionaram o grau de independência dos bancos centrais de 14 países com a média das taxas de inflação do período 1955-88 destas economias. Como indica o Gráfico 1 construído pelos autores, existe um alto grau de correlação entre as variáveis analisadas, aproximadamente, 0,84 (negativo). Neste sentido, o argumento-chave de defesa da tese da IBC, hoje em dia, é a existência desta correlação negativa entre o grau de independência das autoridades monetárias de diversos países e a taxa de inflação verificada respectivamente em cada economia.

Grafico 1: Grau de Independência do Banco Central de 14 Países X Taxas de Inflação período 1955-88



Fonte: Alesina & Summers (1993).

Embora gráficos e correlações desta natureza representem hoje um dos principais argumentos dos defensores da tese da IBC, cabe observar que, neste caso, correlação não implica causalidade: BC independente não causa baixa inflação. Posen (1993), por exemplo, demonstrou que a relação normalmente encontrada entre grau de independência do BC e taxas de inflação não é causal. Após a realização de testes econométricos, afirmou que países onde o conjunto de *interesses* é de cunho antiinflacionário constroem instituições para sustentar a sua aversão e países onde predominam *interesses* coniventes com a inflação não desenvolvem tais instituições. Aduziu, ainda, que existe uma clara evidência estatística para sustentar a existência de uma relação causal entre interesses antiinflacionários mais efetivos e maior independência do BC; e não entre independência do BC e baixa inflação. (Posen, 1993, p.50)

Em suma, *independência* do BC tem um claro significado para os seus proponentes: plena liberdade de ação do banco central com o objetivo único de combater a inflação. A base teórica desta proposição apoia-se nas relações fundamentais da curva de Phillips-expectacional e nas discussões estabelecidas pelo *mainstream* em torno do trinômio credibilidade-reputação-delegação: a moeda não é capaz de alterar as variáveis reais da economia de forma definitiva, assim, a *taxa natural de desemprego* prevalecerá na ausência de erros expectacionais. Nesse sentido, o uso discricionário de instrumentos monetários é considerado um erro teórico e/ou uma inocuidade política.⁵

2. MEDIDA DO GRAU DE INDEPENDÊNCIA DO FED: UMA ADAPTAÇÃO DO MÉTODO-CUKIERMAN-WEBB-NEYAPTI

Elaborar um índice para medir a autonomia de um banco central não é uma tarefa trivial. A independência do BC

não depende exclusivamente de fatores objetivos, tais como, a legislação monetária de um país. Cukierman, Webb e Neyapti (1992) afirmaram que indicadores baseados unicamente em regras formais são imprecisos. Primeiro, porque as leis são incompletas, isto é, não podem especificar com precisão regras claras de relação entre o banco central e o governo para todas as contingências possíveis. Como consequência, os vácuos são preenchidos, por exemplo, pela força política. Em segundo lugar, mesmo quando a lei é bastante detalhada, a prática-real pode se afastar das regras estatutárias.

Nesse sentido, Cukierman, Webb e Neyapti optaram por considerar em seu método de avaliação do grau de independência, além das regras estatutárias, dois indicadores informais: (i)-a frequência de mudança dos dirigentes do BC e (ii)-um questionário enviado a vários especialistas de diversos países com perguntas, principalmente, sobre a relação BC/governo. Os autores, entretanto, impuseram restrições ao primeiro critério informal de avaliação. Reconheceram que um presidente pode permanecer por muitos anos à frente de um banco central sem que este fato seja um indicador de um grau de independência elevado. Um presidente pode ser subserviente às diretivas governamentais e, exatamente, por este motivo ser mantido no cargo por um longo tempo. Para os autores, este é o caso da Dinamarca, Noruega, Reino Unido e Islândia.

Considerando as restrições de Cukierman, Webb e Neyapti à análise das regras formais e à análise a partir da taxa de rotatividade dos presidentes dos bancos centrais, optou-se no presente exercício por medir a independência do FED apenas com um instrumento, o questionário. Este revela a situação real do BC - sem obscurecer a análise com situações específicas e enganosas, tais como são os casos já citados: Reino Unido, Islândia e Noruega. Por exemplo, o questionário pode captar qual é, de fato, o objetivo do BC e sua importância na prática. Ademais, segundo Cukierman,

Webb e Neyapti, as leis nos países industrializados, como são os Estados Unidos, são efetivamente respeitadas e praticadas, portanto, têm a sua força revelada nas respostas do questionário. Ainda mais, eles consideram que a avaliação sobre a taxa de rotatividade do presidente do banco central não tem qualquer relação com a taxa de inflação observada em países industrializados. Portanto, medir o grau de autonomia do FED utilizando-se exclusivamente o questionário é uma adaptação que não viola o princípio geral de avaliação estabelecido por Cukierman e seus dois colegas.

Elaborar as perguntas de um questionário e estabelecer o peso de cada resposta é um ato subjetivo e inevitavelmente contaminado com algum grau de arbitrariedade. O Questionário utilizado neste artigo, que é apresentado a seguir, difere ligeiramente do rol de perguntas elaborado por Cukierman e seus dois colegas. O questionário de Cukierman tem sete perguntas, das quais quatro são reproduzidas no Questionário utilizado no presente exercício. A pergunta 1 requer uma resposta sobre as limitações reais de financiamento do governo pelo banco central.⁶ A resposta da pergunta 2 mostra como são resolvidos os conflitos entre banqueiros, o governo ou o congresso com o FED. A pergunta 3 contempla um ponto considerado fundamental por alguns autores defensores da tese da IBC: "pode o FED, sem aprovação prévia do Presidente ou do Congresso dos Estados Unidos, ou de qualquer grupo de interesse fora do FED, implementar e sustentar uma política monetária não-preferida pelo Presidente ou pelo Congresso ou por outros interessados?" (Sylla, 1988, p.25). Somente a pergunta 3 não pertence ao questionário dos três autores defensores da tese da IBC. A resposta à pergunta 4 reflete a importância dada pelo FED a metas monetárias. "Metas de estoque monetário realçariam a busca pela estabilidade de preços, porque o banco central aderiria a elas em face a pressões do governo." (Cukierman, Webb e Neyapti, 1988, pp.367-8) A solução da pergunta 5 mostra mais diretamente a prioridade dada a estabilidade de preços pelo FED. Cada pergunta tem seu

peso grafado no Questionário e a cada resposta foi atribuído um grau que varia entre 0 (zero) e 12 (doze). Portanto, o grau de independência do FED será medido nesta escala (0 a 12).

QUESTIONÁRIO:

1.Limitação (na prática) ao financiamento do Governo	peso:0.25
(i).total	12
(ii).alta	8
(iii).média	4
(iv).baixa ou não existente	0
2.Resolução de conflitos	peso:0.15
(i).resolução a favor do FED	12
(ii).acordo (formal ou informal) entre as partes	6
(iii).resolução a favor do governo ou do congresso ou de outras instituições	0
3.Capacidade de propor e implementar na prática políticas monetárias que não são previamente aprovadas pelo presidente, pelo congresso ou por qualquer outro grupo interessado nos rumos monetários da economia	peso:0.30
(i).alta	12
(ii).média	8
(iii).baixa	4
(iv).nula	0
4.Meta intermediária de política monetária	peso:0.10
(i).meta de estoque monetário (pontual) com obrigação de alto grau de aderência	12
(ii).meta de estoque monetário estabelecida na forma de faixas (com limites superior e inferior) e obrigação de alto grau de aderência	8
(iii).meta quantitativa de estoque monetário sem obrigação de aderência	4
(iv).não possui meta quantitativa de estoque monetário	0
5.Prioridade real dada a estabilidade de preços	peso:0.20
(i). Prioridade única	12
(ii).Primeira prioridade de uma lista	8
(iii).A estabilidade de preços existe como prioridade sem qualquer tratamento hierárquico	4
(iv).A estabilidade de preços não é sequer mencionada pelas autoridades monetárias	0

É somente nos testes desenvolvidos por Alex Cukierman que pode-se encontrar um questionário como instrumento para medir a independência de bancos centrais. Nos trabalhos deste autor não é encontrada qualquer justificativa específica sobre os pesos que são atribuídos a cada pergunta do questionário. Cukierman apenas afirma que "os pesos refletem uma avaliação subjetiva da importância relativa da contribuição de cada variável para o banco central se concentrar no objetivo da estabilidade de preços" (1992, p.389). A distribuição de pesos das perguntas do Questionário aqui utilizado inspirou-se diretamente na distribuição adotada por Cukierman (1992 e Cukierman, Webb & Neyapti, 1988).

Duas perguntas são absolutamente cruciais para o significado do termo *independência*: a pergunta 3 e a 5. Respectivamente tratam do grau de liberdade para agir e do objetivo das autoridades monetárias. Um banco central plenamente autônomo seria aquele que, segundo seus proponentes, possui plena liberdade de ação em busca exclusivamente da estabilidade do nível de preços. Estas perguntas (3 e 5) carregam 50% do peso do questionário. A autonomia para implementar políticas monetárias está diretamente relacionada com os limites existentes à concessão de financiamentos do BC ao governo. Tais limites podem ser expressos pela resposta à pergunta 1. Tal quesito carrega 25% do peso do questionário. Em um contexto onde está presente um BC independente podem ocorrer (mas, não necessariamente acontecem) conflitos entre o governo e o banco central. Se (e quando) tais eventos ocorrerem, o BC será independente se as divergências forem resolvidas a seu favor. Do contrário, a independência seria apenas uma fantasia. A pergunta 2 trata deste problema e carrega 15% do peso do questionário. A pergunta 4 trata apenas, segundo Cukierman, de um mecanismo que realça o objetivo de combate à inflação, pois o BC pode aderir firmemente as metas anunciadas diante de uma pressão do governo - tal quesito carrega 10% do peso do questionário.

3. O GRAU DE INDEPENDÊNCIA DO FED AO LONGO DA SUA HISTÓRIA

Para responder ao Questionário elaborado, utilizou-se preferencialmente as informações de um único especialista. Este especialista é Richard Sylla que publicou um interessante trabalho sobre a autonomia das autoridades monetárias dos Estados Unidos.⁷ Contudo, como não foi possível preencher o questionário somente com as informações deste único autor, recorreu-se a outras obras, assim como, por vezes, fez-se necessário a realização de interpretações (por parte do autor do presente artigo) sobre certos acontecimentos da história do FED. Richard Sylla destacou oito episódios da vida deste organismo e apresentou uma série de argumentos para justificar em cada caso o aumento ou a redução do grau de independência do FED. Os eventos discutidos por ele foram: a Primeira Guerra Mundial, a Grande Depressão, a Segunda Guerra Mundial, o Acordo Tesouro-FED de 1951, o conflito Johnson-FED de 1965, a reeleição de Nixon em 1972, as pressões exercidas pelo Congresso contra o FED em 1975 e o período Volcker de 1979-86. Estes episódios formam uma amostra representativa da atuação do FED na vida econômica americana. Mediu-se o grau de independência em cada um dos oito eventos - as respostas do questionário e suas justificativas são apresentadas nesta seção.

3.1. SUBSERVIÊNCIA DURANTE A PRIMEIRA GUERRA MUNDIAL

Embora os Estados Unidos somente tenham entrado na Guerra em abril de 1917, os efeitos macro-monetários do conflito foram sentidos neste País desde 1914. Uma grande quantidade de ouro da Europa atravessou o Atlântico provocando efeitos perversos sobre o nível de preços. Como resultado, entre junho de 1914 e março de 1917, o estoque de

moeda cresceu 40% e o nível de preços no atacado aumentou 65%. Quando os Estados Unidos entraram na Guerra, o FED foi obrigado a financiar o Tesouro - sem qualquer limite. O FED tentou resistir, sugeriu ao Governo que o caminho da taxação era mais confiável. Entretanto, foi aprovada a lei dos tempos de guerra, a Overman Act, que autorizava o Presidente a fazer uma redistribuição de funções entre as agências executivas como ele julgasse necessário, incluindo quaisquer funções, deveres e poderes. (Clifford, 1965, p.100 citado em Sylla, 1988, p.27). Esta lei era aplicável ao FED, assim, o Tesouro foi capaz de garantir o financiamento de suas necessidades à taxa de juros que estabelecia - apesar das tentativas do FED de impor sua posição contrária ao volume de financiamento realizado e à baixa taxa de juros dos empréstimos que concedia.

Nesta situação, considerada de emergência, a pergunta 1 do questionário obtém como resposta a opção "baixa ou não existente". A pergunta 2 tem como resultado o item "resolução a favor do governo ou do congresso ou de outras instituições. A pergunta 3 possui como resposta a opção "nula". A pergunta 4 obtém como resposta o item "não possui meta quantitativa de estoque monetário". A preocupação relativa à pergunta 4 somente surge durante a década de 1950, em termos teóricos, e na década de 1970, em termos de política econômica. A pergunta 5 possui como solução a opção "a estabilidade de preços não é sequer mencionada pelas autoridades monetárias". O objetivo por parte do FED de combater a inflação unicamente é exercido durante década de 1950 - e, somente em 1977 é transformado em regra legal (formal) como um dos objetivos a ser perseguido pelas autoridades monetárias. (Eijffinger & Schaling, 1993, p.83) Nesse sentido, o grau de independência do FED em tempos de total descontrole fiscal - o que inclui a Primeira Guerra - é nulo. Assim, o quadro a seguir pode ser preenchido da seguinte forma:

Pergunta:	n.1 Peso:0.25	n.2 Peso:0.15	n.3 Peso:0.30	n.4 Peso:0.10	n.5 Peso:0.20	Grau de Independência
Primeira Grande Guerra	0	0	0	0	0	0

3.2. A GRANDE DEPRESSÃO

O colapso econômico e financeiro de 1929-33 atingiu os Estados Unidos de uma forma avassaladora. Uma onda de quebra de bancos e o notável desemprego caracterizaram a economia americana naquele período. A despeito dos graves acontecimentos, o FED unicamente na primavera (abril) de 1932 resolveu reagir contra a situação econômica vigente. Tardiamente, iniciou um programa de pesadas compras de títulos. Friedman & Schwartz (1963, pp.322-3 e 384-5) argumentaram que o programa teve início em função do FED ter sofrido pressão por parte do Congresso, mas logo foi encerrado - em julho de 1932. Segundo Epstein & Ferguson (citados em Sylla, 1988, pp.29-30), a política monetária expansionista foi abandonada pelo FED porque este organismo sofreu pressões, mais fortes ainda, por parte dos banqueiros. Tal política reduzia as taxas de juros - que já eram baixas em função da própria recessão - diminuindo os ganhos dos bancos que mantinham em carteira títulos governamentais. E, para aumentar o descontentamento dos banqueiros, este era o ativo que compunha a maior parte do portfolio bancário já que os empréstimos possuíam riscos elevados. Assim, os bancos forçaram o FED a desistir do programa de compras de títulos que objetivava aumentar a liquidez da economia.

Para este período, a pergunta 1 do questionário obtém como resposta a opção "alta": os Estados Unidos não estavam mais sob a lei dos tempos de guerra que obrigava o FED a financiar o Tesouro.⁸ A pergunta 2 tem como resultado o item "resolução a favor do governo ou do congresso ou de

outras instituições": os banqueiros resolveram o conflito a seu favor. A pergunta 3 possui como resposta a opção "baixa". Afinal, o FED foi incapaz de manter na prática a política que havia implementado. A pergunta 4 obtém como resposta o item "não possui meta quantitativa de estoque monetário". A pergunta 5 possui como solução a opção "a estabilidade de preços não é sequer mencionada pelas autoridades monetárias". Assim, o quadro a seguir pode ser preenchido da seguinte forma:

Pergunta:	n.1 Peso:0.25	n.2 Peso:0.15	n.3 Peso:0.30	n.4 Peso:0.10	n.5 Peso:0.20	Grau de Independência
Grande Depressão	8	0	4	0	0	3,2

3.3. SUBSERVIÊNCIA NOVAMENTE: A SEGUNDA GUERRA MUNDIAL

O FED novamente financiou o Tesouro. Outra vez, o FED argumentou que as taxas de juros dos empréstimos ao governo eram baixas demais e que mais atenção deveria ser dada à taxação. Contudo, O FED comprou grandes quantidades de títulos do Tesouro o que fez crescer o estoque de moeda. A inflação resultante deste processo foi, inicialmente, reprimida com controles de preços e salários. Após o fim da Guerra, não houve qualquer controle - o que fez a inflação subir.

Nesta situação, considerada de emergência, tal como fora a I Guerra Mundial, o quadro a seguir deve ser preenchido da seguinte forma:

Pergunta:	n.1 Peso:0.25	n.2 Peso:0.15	n.3 Peso:0.30	n.4 Peso:0.10	n.5 Peso:0.20	Grau de Independência
Segunda Grande Guerra	0	0	0	0	0	0

3.4. O ACORDO TESOURO-FED DE 1951

No começo da década de 1950, quando teve início a Guerra da Coréia, abriu-se um conflito entre o FED e o Tesouro. O FED, tendo como aliado o Congresso, desenvolveu uma política monetária de elevação da taxa de juros visando à estabilidade de preços. O Tesouro, tendo como aliado o Presidente dos Estados Unidos, protestou porque tal política encarecia os custos financeiros da dívida pública. O FED elevou a taxa de redesconto e aumentou as reservas bancárias compulsórias, então, o Tesouro encontrou dificuldades para se financiar, desta forma, o Governo protestou contra a não-cooperação. Então, em 4 de março de 1951 foi celebrado um acordo entre o FED e o Tesouro. Na prática, o acordo firmado entre as partes era o seguinte: o FED estava livre para elevar a taxa de juros. Contudo, não-explicitamente, as autoridades monetárias assumiram a preocupação de financiamento do Tesouro e não elevaram esta taxa. Passaram a combater a inflação com outro instrumento - impondo restrições quantitativas ao crédito bancário e não elevando o seu custo. (Vicarelli, 1988, pp.6-8) Este Acordo buscava assegurar condições favoráveis ao financiamento do Governo assim como minimizar a inflação. E, segundo Sylla, "...o Acordo marcou a re-emergência da possibilidade de uma política monetária independente..." (1988, p.32 - grifos do autor).

Neste período, a pergunta 1 do questionário obtém como resposta a opção "alta". A pergunta 2 tem como resultado o item "acordo (formal ou informal) entre as partes". A pergunta 3 possui como resposta a opção "média". Afinal, o FED esboçou alguma capacidade de propor e implementar políticas sem a aprovação prévia do Tesouro. A pergunta 4 obtém como resposta o item "não possui meta quantitativa de estoque monetário". A pergunta 5 possui como solução a opção "a estabilidade de preços existe como prioridade

sem qualquer tratamento hierárquico". Assim, o quadro a seguir pode ser preenchido da seguinte forma:

Pergunta:	n.1 Peso:0.25	n.2 Peso:0.15	n.3 Peso:0.30	n.4 Peso:0.10	n.5 Peso:0.20	Grau de Independência
O Acordo de 1951	8	6	8	0	4	6,1

3.5. A CONTROVÉRSIA SOBRE A TAXA DE REDESCONTO EM 1965

O ano de 1965 marcou o auge da administração keynesiana durante os governos Kennedy-Johnson. Era o período da Grande Sociedade do Presidente Lyndon Johnson: impostos reduzidos, elevados gastos governamentais em programas sociais e pleno emprego. Neste ano, a economia - que já estava aquecida - sofreu os impactos do maior envolvimento dos Estados Unidos na Guerra do Vietnã. O resultado foi o início de um processo inflacionário. Ao longo de 1965, o FED mostrou preocupação com a elevação dos preços e seus dirigentes sugeriram a elevação das taxas de juros. Ao final do ano, em dezembro, o FED fez crescer a taxa de desconto. O Presidente Johnson, acompanhado pelo Congresso, criticou publicamente a atuação do FED acusando-o de estar dificultando a manutenção da economia no estado de pleno emprego.⁹ Entretanto, a política monetária restritiva implementada pelo FED foi mantida até setembro de 1966. (OECD, 1974, p.99)

Para este período, a pergunta 1 do questionário obtém como resposta a opção "alta". A pergunta 2 tem como resultado o item "resolução a favor do FED": o conflito Governo-FED, apesar da força de Johnson, foi resolvido com a manutenção da política estabelecida pelas autoridades monetárias. A pergunta 3 possui como resposta a opção "alta". A pergunta 4 obtém como resposta o item "não possui meta quantitativa de estoque monetário". A discus-

são sobre a adoção de metas monetárias era intensa neste período, entretanto, tal objetivo somente surge na prática-política dos bancos centrais na década seguinte. A pergunta 5 possui como solução "a estabilidade de preços existe como prioridade sem qualquer tratamento hierárquico". Assim, o quadro a seguir pode ser preenchido da seguinte forma:

Pergunta:	n.1- Peso:0.25	n.2 Peso:0.15	n.3 Peso:0.30	n.4 Peso:0.10	n.5 Peso:0.20	Grau de Independência
Controvérsia da taxa de desconto	8	12	12	0	4	8,2

3.6. POLÍTICA MONETÁRIA PARTIDÁRIA: A REELEIÇÃO DE NIXON EM 1972

De abril de 1972 a janeiro de 1973, o estoque monetário da economia americana cresceu de forma notável se comparado com o crescimento dos meses anteriores. Em novembro de 1972, Nixon venceu as eleições para presidência dos Estados Unidos com grande facilidade. O Presidente do FED e amigo de Nixon, Arthur Burns, foi o arquiteto da expansão monetária que - no contexto de controle de preços e salários imposto por Nixon em 1971 - provocou um considerável crescimento real da economia antes das eleições de novembro. Sylla (1988, p.34) indica, entretanto, que a reeleição de Nixon promovida/facilitada pela política monetária expansionista pode ter sido incidental. Atendendo o apelo de deputados democratas de oposição preocupados com crescimento do desemprego em 1972, o FED teria resolvido fazer uma *easy money policy*. Parece, contudo, muito mais forte o argumento de que Arthur Burns apenas colocou em prática a proposta que lhe ocorrera doze anos antes, nas eleições de 1960. Burns, quando era Presidente do Conselho de Consultores Econômicos de Eisenhower, havia sugerido ao Presidente a implementação de uma política monetária

expansionista. Caso contrário, o candidato do Presidente, Nixon, seria derrotado. O gabinete de Eisenhower rejeitou a sugestão e Nixon perdeu as eleições para John Kennedy. Portanto, é mais provável que o FED tenha facilitado intencionalmente a reeleição de Nixon.¹⁰

Neste período específico, onde velhas relações de amizade entre o Presidente dos Estados Unidos e o Presidente do FED influíam diretamente sobre a política e a economia do país, a pergunta 1 do questionário obtém como resposta a opção "média". A pergunta 2 tem como resultado o item "acordo (formal ou informal) entre as partes". É provável que as relações Nixon-Burns fossem capazes de eliminar possíveis divergências entre o FED e o Governo gerando acordos informais, neste caso, não-públicos. A pergunta 3 possui como resposta a opção "média". A pergunta 4 obtém como resposta o item "não possui meta quantitativa de estoque monetário". A pergunta 5 possui como solução a opção "a estabilidade de preços não é sequer mencionada pelas autoridades monetárias". Neste evento, o FED teve um único objetivo, reeleger Nixon. Assim, o quadro a seguir pode ser preenchido da seguinte forma:

Pergunta:	n.1 Peso:0.25	n.2 Peso:0.15	n.3 Peso:0.30	n.4 Peso:0.10	n.5 Peso:0.20	Grau de Independência
Reeleição de Nixon	4	6	4	0	0	3,1

3.7. PRESSÕES DO CONGRESSO EM 1975

Em 1975, os Estados Unidos enfrentavam a estagflação. Ademais, os membros do Congresso reagiam duramente contra o Nixon-Watergate e contra a manipulação eleitoral Nixon-Burns. Nesse sentido, a conjuntura era propícia para uma intervenção do Congresso sobre o FED. Entretanto, um projeto de lei, HR 212, especificando, primeiro, a

taxa de crescimento do estoque monetário que o FED deveria perseguir e, segundo, propondo que o FED deveria alocar crédito para as "prioridades nacionais" foi rejeitado pelas autoridades monetárias. Outro projeto, o HR 3160, requerendo que o FED reduzisse as taxas de juros também foi rejeitado. Outro mais, o HR 3161, dando ao Presidente mais poderes do que ao FED para alocar crédito foi rejeitado com a mesma veemência. Finalmente, foi aprovada uma resolução, HCR 133. Esta obrigava o FED a reduzir as taxas de juros, a anunciar metas de crescimento da oferta monetária e a prestar contas da sua atuação a cada seis meses perante o Congresso. Contudo, as metas de crescimento monetário poderiam ser expressas na forma de faixas com limites (superior e inferior) e não existia nenhuma exigência na resolução de que tais metas fossem efetivamente alcançadas. A resolução não impôs metas monetárias a serem cumpridas, mas, tão somente, que o FED anunciasse suas metas. Em suma, a tentativa de controle da política monetária por parte do Congresso foi trocada pela simples exigência de prestação de contas.¹¹

Para este período, a pergunta 1 do questionário obtém como resposta a opção "alta". A pergunta 2 tem como resultado o item "resolução a favor do banco central". A pergunta 3 possui como resposta a opção "média": o Congresso obrigou o FED a reduzir as taxas de juros. A pergunta 4 obtém como resposta o item "meta quantitativa de estoque monetário sem obrigação de aderência". A pergunta 5 possui como solução a opção "a estabilidade de preços existe como prioridade sem qualquer tratamento hierárquico". Assim, o quadro a seguir pode ser preenchido da seguinte forma:

Pergunta:	n.1 Peso:0.25	n.2 Peso:0.15	n.3 Peso:0.30	n.4 Peso:0.10	n.5 Peso:0.20	Grau de Independência
Pressões do Congresso em 1975	8	12	8	4	4	7,4

3.8. O PERÍODO VOLCKER: 1979-1985

Em 1979, a inflação nos Estados Unidos caminhava para uma taxa de dois dígitos. Nos mês de outubro daquele ano, o FED por iniciativa de seu Presidente Paul Volcker adotou metas monetárias (pontuais) específicas e deixou a taxa de juros livre para flutuar. Assim, o FED esperava debelar a inflação. As taxas de juros atingiram níveis elevados e a inflação declinou rapidamente. Entre 1980 e 1983, a inflação diminuiu mais de dez pontos percentuais. A política de metas apertadas ou, nas palavras de Sylla, "a política monetária draconiana", funcionou de forma clássica provocando recessão, desemprego e, simultaneamente, estancando a corrida dos preços. Esse episódio é considerado por Sylla (1988, p.36) como uma marca de independência na história do FED porque seria pouco provável que um banco central controlado por políticos eleitos implementassem tal política antiinflacionária em virtude dos custos sociais que provocou.¹²

Na segunda metade do ano de 1984, a economia americana iniciou um brando processo de recuperação. Economistas adeptos da *supply-side economics* atribuíram tal recuperação à política de corte de impostos de 1981-83 da administração Reagan e acusaram o FED de não deixar crescer o estoque de moeda em uma velocidade capaz de sustentar o reaquecimento econômico. Previram uma recessão, que não ocorreu, para o ano de 1985. Durante os anos de 1985-86, o FED fez uma política monetária expansionista - as taxas de juros se reduziram. Desta vez, foram os monetaristas que erraram. Fizeram a previsão de que a inflação retornaria e prescreviam que o FED deveria adotar regras constantes de crescimento monetário no lugar do ziguezague de Volcker.¹³ Em razão, principalmente, da queda dos preços do petróleo, a inflação americana foi baixíssima no ano de 1986 e a economia continuou a crescer a taxas moderadas.

INSTITUTO DE ECONOMIA . UFRJ

Segundo Sylla (1988, p.37), a despeito das críticas dos *supply-siders*, dos monetaristas e de altos dirigentes do Governo Reagan, o Presidente do FED, Paul Volcker, mostrou-se equilibrado e confiável para dirigir a política monetária americana: Volcker reafirmou a independência do FED.¹⁴

Para este período, a pergunta 1 do questionário obtém como resposta a opção "alta". A pergunta 2 tem como resultado o item "resolução a favor do FED". A pergunta 3 possui como resposta a opção "alta". A pergunta 4, no período 1979-82, obtém como resposta o item "meta de estoque monetário (pontual) com obrigação de alto grau de aderência" e, a partir de 1982, tem como resposta a opção "não possui meta quantitativa de estoque monetário". Adotou-se como solução para a pergunta 4 do questionário a média aritmética destas duas posturas $[(12 + 0)/2 = 6]$. A pergunta 5 possui como solução a opção "primeira prioridade de uma lista". Assim, o quadro a seguir pode ser preenchido da seguinte forma:

Pergunta:	n.1 Peso:0.25	n.2 Peso:0.15	n.3 Peso:0.30	n.4 Peso:0.10	n.5 Peso:0.20	Grau de Independência
Período Volcker 1979-1986	8	12	12	6	8	9,6

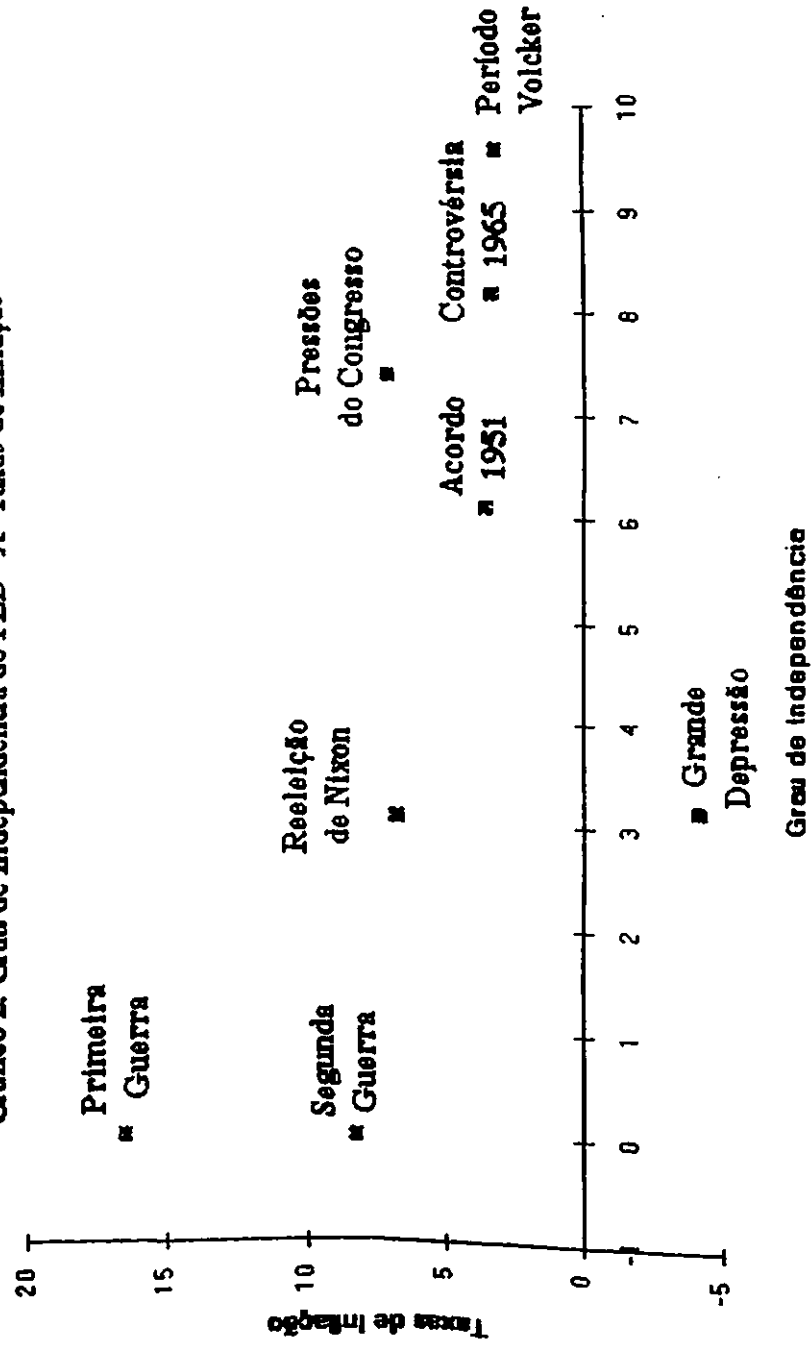
4. GRAU DE INDEPENDÊNCIA DO FED E TAXAS DE INFLAÇÃO NOS ESTADOS UNIDOS

Medidos os graus de autonomia em cada episódio da história do FED, o próximo passo é "plotar" o gráfico *grau de independência X taxas de inflação* e calcular a correlação entre estas variáveis. A taxa de inflação verificada em cada período é a média geométrica entre a taxa de inflação do último ano do evento e as taxas registradas nos dois anos seguintes ao episódio. Esta média contempla os efeitos de-

fasados que a política monetária provoca sobre a economia. Adotando-se estes procedimentos, foi construído o gráfico 2. Ele demonstra que existe um alto grau de correlação entre as variáveis pesquisadas, principalmente, se for excluído o evento "Grande Depressão". Tal exclusão é plausível, porque trata-se de um caso extremo da vida econômica americana. Neste episódio a perda de independência do FED se deu no confronto com os banqueiros (e não em relação ao Tesouro) o que a reforma bancária de 1933-35 tentou eliminar centralizando o poder de decisão do FED na Junta de Governadores - reduzindo a autoridade dos Bancos Regionais do *Federal Reserve System* que eram o *locus* de influência dos banqueiros sobre a política monetária adotada. (Sylla, 1988, p.30) Portanto, a legislação aprovada na década de 1930 buscou impedir qualquer influência dos banqueiros sobre os rumos monetários do País - fato que a história não registrou jamais. Excluiu-se o evento "Grande Depressão", precisamente, porque trata-se de um evento cujo motivo de perda de independência foi totalmente atípico.

INSTITUTO DE ECONOMIA . UFRJ

Gráfico 2: Grau de Independência do FED X Taxas de Inflação



Quando excluído do teste o evento "Grande Depressão", o coeficiente de correlação entre as variáveis analisadas atinge, aproximadamente, 0,78 (negativo). Este resultado reforça a tese da IBC e, em particular, reforça a defesa da manutenção da atual estrutura do FED. Esta é uma conclusão inevitável para aqueles que adotam os marcos teóricos monetaristas e são defensores da proposição da IBC. Nesse sentido, o exercício realizado é para estes últimos mais um passo que confirma a necessidade da plena autonomia das autoridades monetárias. Contudo, tal exercício deveria ser analisado com alguma cautela. Calculou-se, também, o coeficiente de correlação entre os graus atribuídos às respostas de cada pergunta para cada período e as taxas de inflação observadas (ver Tabela 1). A análise sobre cada coeficiente de correlação encontrado, feita a seguir, suscita controvérsias sobre a tese da IBC ao invés de eliminá-las. Portanto, o teste tende a abrir a discussão em torno do tema e não de fechá-la.

Tabela 1: Coeficiente de Correlação Perguntas do Questionário X Taxas de Inflação

Questionário	Coeficiente de Correlação
pergunta 1	-0,80
pergunta 2	-0,71
pergunta 3	-0,79
pergunta 4	-0,31
pergunta 5	-0,67

O coeficiente de correlação entre as respostas da pergunta 1 e a inflação observada é bastante elevado (-0,81). Existe, portanto, uma forte relação entre a monetização de deficits governamentais e a inflação americana. Nesse sentido, a lição da história do FED é que um BC deve ter limites ao uso de seus instrumentos; deve-se eliminar qualquer possibilidade de subordinação da política monetária à política fiscal. As autoridades monetárias devem ser independentes

INSTITUTO DE ECONOMIA . UFRJ

para evitar que sejam obrigadas a acomodar decisões fiscais que sacrificam objetivos monetários. Tal quesito é também defendido por alguns autores contrários à tese da IBC. Victoria Chick, por exemplo, constatou que, na Inglaterra, a política monetária era subordinada à política fiscal. No início dos anos 1970, afirmou, "uma grande parte da política monetária dedica-se simplesmente a assegurar que a política fiscal possa, de fato, ser financiada e levada adiante. Esta visão deixa a política fiscal numa posição de força e a política monetária numa posição de auxiliar". (1973, p.12) Reconheceu ainda que a inflação dos anos 1960 resultou deste tipo de atuação do *Bank of England*. Chick, entretanto, destacou "...que não se pode acusar a política monetária de ter falhado, já que nenhuma política monetária independente foi tentada" (1973, p.12, grifou-se o original). Portanto, conclui-se que a monetização ilimitada de deficits governamentais, por provocar inflação, é inaceitável e não representa um ponto de disputa no interior da profissão.¹⁵

A pergunta 2 refere-se à resolução de conflitos. Quando os conflitos BC/governo são resolvidos à favor do banco central diz-se que existe independência das autoridades monetárias. A pergunta 3 diz respeito à autonomia do BC em utilizar seus instrumentos de política sem a aprovação prévia do governo. As respostas das perguntas 2 e 3 estão altamente relacionadas com as taxas de inflação registradas nos Estados Unidos, respectivamente, seus coeficientes de correlação são: -0,71 e -0,79. Estes quesitos representam um dos mais importantes pilares da tese da IBC. Nesse sentido, estes resultados específicos reforçam a proposição da plena autonomia do BC para o caso americano - afirmariam os proponentes da plena independência.

Entretanto, existem argumentos que geram polêmicas em torno destes aspectos da tese da IBC. O argumento mais interessante contrário a estes quesitos é de Vicarelli (1988, pp.8-9). Ele afirmou que o embate Reagan-Volcker no início dos anos 1980, quando o Tesouro implementou uma política

fiscal expansionista e o FED realizou um aperto monetário, poderia ter provocado o mesmo resultado com uma política monetária menos apertada e uma política fiscal menos expansionista. Então, concluiu que conflito entre instituições (Tesouro e FED) provoca ineficiência da política econômica: implica custos maiores para obter resultados que poderiam ser alcançados com menor esforço. Conflito, para Vicarelli, é sinônimo de ineficiência e não de autonomia das autoridades monetárias.¹⁶ Acrescenta-se, ainda, que conflitos desta natureza elevam a incerteza presente na economia; o leque de resultados possíveis abre-se, as expectativas tornam-se mais elásticas. Portanto, as possibilidades de erros expectacionais (e, conseqüentemente, quebras ou falências) aumentam. E, é um consenso na profissão que elementos exógenos (governo, banco central, etc) gerando incertezas são prejudiciais à economia. Logo, arranjos institucionais que abrem a possibilidade de tais conflitos emergirem deveriam ser rejeitados - e não valorizados, tal como fazem os proponentes da IBC.

É um raciocínio incorreto avaliar que países que possuem um banco central independente necessariamente vivem sob intensos conflitos entre as autoridades monetárias e o governo. Na Alemanha, por exemplo, o *Bundesbank* raramente entra em conflito com o Governo - neste país inclusive existem alguns mecanismos de coordenação das ações fiscais e monetárias. É plausível apenas concluir que em arranjos institucionais que possuem um banco central independente está *aberta a possibilidade de ocorrer conflitos desta natureza*, tal como aconteceu no início dos anos 1980, na Alemanha, quando o *Bundesbank* combateu a inflação com uma política monetária restritiva e o Governo combateu o desemprego com uma política agressiva de gastos. A possibilidade da existência de conflitos pode, portanto, ser empiricamente constatada. E, teoricamente é aceita inclusive pelos defensores da tese da IBC. Blackburn & Chistensen (1989, pp.27-28), por exemplo, afirmam que, diante da *possibilidade de disputa entre o BC e as autoridades fiscais*,

INSTITUTO DE ECONOMIA . UFRJ

o problema da credibilidade não pode se referir exclusivamente à política monetária: se um conflito emerge, todas as políticas perderão credibilidade pelo simples fato que serão consideradas não-factíveis e, desta forma, geram incerteza aos agentes privados.

Do baixo coeficiente de correlação (-0,31) obtido entre as respostas referentes à pergunta 4 e as taxas de inflação de cada episódio não se pode concluir diretamente que a adoção de metas rígidas de variação do estoque monetário - como alternativa à política discricionária de inspiração keynesiana - teve pouca influência sobre a variação do nível de preços nos Estados Unidos. A baixa variância do indicador metas-monetárias, que em apenas dois eventos foi diferente de zero (de acordo com o código estabelecido no Questionário), pode ter provocado a baixa correlação entre as variáveis. A evidência estatística indica apenas que o resultado do teste é inconclusivo. Tal constatação mantém acesa a discussão em torno da adoção de metas monetárias. A longa experiência do FED de combate à inflação não ofereceu nenhuma evidência a favor (ou contrária) a adoção de metas monetárias.

As respostas da pergunta 5, que diz respeito ao objetivo único de *guardião da estabilidade*, quando correlacionadas com as taxas de inflação de cada período geraram um coeficiente que pode ser considerado alto (-0,67). Embora não seja óbvio, não se pode concluir do teste realizado que se um BC adotar o objetivo único de *guardião da estabilidade de preços* obterá melhores resultados no combate à inflação. A única conclusão que pode ser feita diante deste resultado é que todas as vezes que o FED dedicou-se ao combate à inflação, foi bem sucedido. Quando o FED deu prioridade real a estabilidade de preços, obteve sucesso. Os eventos de 1951, 1965 e o período Volcker são exemplos de situações que as autoridades monetárias implementaram políticas antiinflacionárias com resultado satisfatório. Por outro lado, quando o FED se omitiu diante

de variações positivas do nível de preços, a inflação permaneceu - é o caso, por exemplo, das duas Grandes Guerras. Em síntese, o teste revelou apenas que a política monetária é eficaz quando é utilizada com o propósito único de combater a inflação - o que não é surpreendente e nem representa um ponto de disputa no interior da profissão.

Encontrado este coeficiente de correlação elevado (-0,67) e tendo-se concluído que não foi surpreendente a obtenção deste resultado em virtude dele expressar apenas que a política monetária antiinflacionária é eficaz, pode-se dirigir uma crítica ao método-Cukierman de avaliar quantitativamente a independência de bancos centrais (a pergunta 5 do Questionário utilizado no presente artigo foi extraída diretamente do questionário usado por Cukierman). Tal crítica foi feita por Cardim de Carvalho (1994, p.18) e pode ser batizada de *crítica da circularidade*. Primeiramente, entre outros critérios, estabeleceu-se que um banco central seria mais independente quanto maior fosse a *prioridade real* dada por este organismo ao combate à inflação.¹⁷ Posteriormente, preencheu-se o Questionário após a política monetária antiinflacionária ter sido implementada com sucesso. Logo, nos eventos que o FED implementou tal política com o objetivo da estabilidade de preços, o grau obtido pelo quesito referente à pergunta 5 foi elevado e a inflação registrada foi baixa. A pergunta 5 carregou 20% do peso do Questionário, portanto, não é surpresa que alguma correlação (negativa) entre os graus de independência do FED ao longo da sua história e as taxas americanas de inflação fosse encontrada.

Não se pode concluir do teste referente à pergunta 5 que se um BC adotar o objetivo único de *guardião da estabilidade de preços* poderá obter melhores resultados no *front* da inflação. O teste relativo à pergunta 5 é insuficiente para solucionar a problemática que gira em torno da definição dos objetivos de um BC porque tal questão está diretamente relacionada com as hipóteses da *taxa natural de desemprego*

e da existência de um viés inflacionário na economia. Aqueles que rejeitam tais axiomas, em decorrência, desejam utilizar a força da política monetária para enfrentar não somente variações do nível de preços, mas também as recessões. Por outro lado, os defensores da tese da IBC não podem ver outra utilidade para a política monetária do que apenas o combate à inflação. Portanto, um teste útil para auxiliar a solução do problema dos objetivos de um BC deveria voltar-se para a avaliação da existência (ou não) da *taxa natural* e do *inflationary bias*.

Pode-se concluir ainda que, mesmo quando o conjunto de regras formais estabelecem um desenho institucional de um banco central como *organismo independente* (como é o caso americano), um fator altamente subjetivo e outro objetivo têm determinado a real autonomia das autoridades monetárias. O fator subjetivo refere-se à personalidade dos indivíduos que ocupam postos-chave seja no banco central seja no governo.¹⁸ O fator objetivo refere-se ao surgimento de conjunturas de total descontrole fiscal.

Nas duas Grandes Guerras, que caracterizaram situações de pleno descontrole fiscal, o FED perdeu totalmente sua autonomia. Causas objetivas motivaram os dirigentes a subordinar a política monetária às necessidades fiscais do governo. E, excetuando-se estes períodos de descontrole fiscal, em pelo menos três dos demais eventos analisados pôde-se identificar a presença do fator subjetivo determinando a atuação do FED. Por exemplo, em 1965, Lyndon Johnson, o mais popular presidente americano do pós-guerra, pressionou abertamente Martin, presidente do *Federal Reserve System*, que resistiu e manteve a firmeza que lhe era peculiar garantindo a implementação das decisões do FED a respeito da taxa de redesconto. Em 1972, a vontade de Burns determinou a atuação da política monetária favoravelmente à reeleição de Nixon. No período 1979-1986, Volcker ficou conhecido como um dos presidentes do FED mais resistentes a pressões externas.

Uma das lições extraídas da análise da história do FED é, portanto, que a tese-teórica da IBC carece de mais elementos para transformar-se em modelo de organização institucional-real. Explica-se: o desenho institucional de um BC pode facilmente ser traçado e votado nos parlamentos, mas as personalidades dos dirigentes do BC e/ou do governo central não podem ser determinadas e são imprevisíveis, assim como situações de total descontrole fiscal não podem ser evitadas com instrumentos econômicos ou legais.

SUMÁRIO E CONCLUSÕES

Os fundamentos da proposição da IBC foram identificados no presente artigo. A curva de Phillips expectacional, a neutralidade da moeda e as definições estabelecidas pelo *mainstream* em torno do trinômio credibilidade-reputação-delegação são as bases teóricas da proposição da plena autonomia das autoridades monetárias. Na visão dos defensores da tese da IBC, um banco central independente é aquele que é plenamente livre para perseguir seu único objetivo estatutário: combater a inflação. Argumentos empíricos também sustentam a tese da IBC. Diversos testes mostraram a correlação existente entre grau de independência do BC e taxas de inflação.

Neste artigo utilizou-se o método-Cukierman para medir o grau de independência do FED ao longo da sua história e, posteriormente, calcular o coeficiente de correlação destes graus com as taxas de inflação americanas. Foi encontrado um elevado coeficiente de correlação entre as variáveis analisadas. O resultado encontrado, aparentemente, confirma a tese da IBC. Contudo, duas observações relevantes devem ser feitas. Primeiro, a demonstração de Posen (1993) de que correlações desta natureza não significam causalidade: independência do BC não implica baixa inflação. E, segundo, a *crítica da circularidade*, que aplicada ao caso americano,

INSTITUTO DE ECONOMIA . UFRJ

afirma que algum grau de correlação entre os graus de independência do FED e as taxas de inflação inevitavelmente seria encontrado quando o método-Cukierman é utilizado.

Os graus atribuídos às respostas das perguntas - do Questionário utilizado como instrumento de avaliação da independência do FED - quando correlacionados com as taxas de inflação geram resultados que abrem a discussão em torno do tema. Abrem o debate ao invés de conceder o veredicto, tal como desejariam os proponentes da IBC. Os pontos de estímulo ao debate são: (i)-opositores e defensores da tese da IBC, ambas as correntes, não aceitam a subordinação da política monetária à política fiscal; (ii)-enquanto os conflitos entre BC/governo são eventos aceitos com tranquilidade pelos proponentes da IBC, opositores identificam tais acontecimentos como geradores de ineficiência da política econômica - acrescentou-se, ainda, que conflitos desta natureza elevam a incerteza de uma economia; (iii)-o teste em relação a conveniência de adoção de metas monetárias pelo BC obteve resultado inconclusivo, portanto, permanece aceso o debate acerca da utilização de metas monetárias rígidas à Friedman e (iv)-concluiu-se que o teste que confirmaria que um BC deve adotar um único objetivo, a estabilidade de preços, além de ser insuficiente para alcançar o seu propósito, reduziu o impacto da correlação (negativa) obtida entre a independência do FED em cada evento e as taxas de inflação registradas em função da existência de *circularidade* no método-Cukierman.

Concluiu-se ainda que, mesmo quando a independência das autoridades monetárias é estabelecida em lei, dois outros fatores têm determinado a verdadeira autonomia do BC: primeiro, a personalidade dos dirigentes do banco central e, segundo, a emergência de conjunturas de total descontrole fiscal - como são as situações de guerra. Portanto, a lição absorvida da história do FED é que a tese-teórica da IBC é incompleta para transformar-se em modelo de organização institucional-real porque as personalidades e comportamen-

tos de indivíduos não podem ser pré-determinados e conjunturas de total descontrole fiscal não podem ser evitadas exclusivamente com instrumentos econômicos e/ou legais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

- ALESINA, A. & SUMMERS, L.(1993). Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.25, May: pp.151-162.
- BARRO R. & GORDON D.(1983). Rules Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics*, vol.12, n.1, July: pp:101-120.
- BLACKBURN, K. & CHRISTENSEN, M.(1989). Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence, *Journal of Economic Literature*, vol.27, March: pp.27-48.
- CARDIM DE CARVALHO, F.(1994). *The Independence of Central Banks: a critical assessment of the arguments*. Textos para Discussão - IEI/UFRJ, n.318.
- CASTELLO-BRANCO, M. & SWINBURNE M.(1992). Bancos Centrais Autônomos, *Finanças e Desenvolvimento*, março.
- CHICK, V.(1973). *The Theory of Monetary Policy*. Oxford: Blackwell.
- CUKIERMAN, A.(1992). *Central Bank Strategy, Credibility and Independence*. Cambridge(Mass): MIT Press.
- CUKIERMAN, A.(1994). Central Bank Independence and Monetary Control, *The Economic Journal*, November: pp.1437-1448.

INSTITUTO DE ECONOMIA . UFRJ

- CUKIERMAN, A., WEBB, S., NEYAPTI, B.(1992). Measuring the Independence of Central Banks and its Effects on Policy Outcomes. *World Bank Economic Review*, vol.6, September: pp.353-398.
- EFFROS, R.(1994). The Maasticht Treaty, Independence of the Central Bank, and Implementing Legislation. In: Baliño T. & Cottarelli, C., *Frameworks for Monetary Stability*. Washington: IMF.
- EIJFFINGER, S. & SCHALING, E.(1993). Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries. *Banca Nazionale del Lavoro Quartely Review*, n.184, March: pp.49-89.
- FRIEDMAN, M.(1968). The Role of Monetary Policy, *American Economic Review*, March: pp.1-17.
- FISCHER, S.(1995). Central-Bank Independence Revisited. *American Economic Review*, vol.85, n.2: pp.201-206.
- FRIEDMAN, M. & SCHWARTZ, A.(1963). *A Monetary History of the United States 1867-1960*. Princenton: National Bureau of Economic Research.
- GOODHART, C.(1994). What Should Central Banks do? Should Be Their Macroeconomic Objectives and Operations?, *The Economic Journal*, November: pp.1424-1436.
- KYDLAND, F. & PRESCOTT, E.(1994). Rules Rather Than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans. IN: Persson & Tabellini (1994a).
- KRUGMAN, P.(1992). *A era do Inconformismo - as expectativas econômicas frustradas*. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- LINDGREN, C.J. & DUEÑAS D.(1994). Strengthening Central Bank Independence in Latin América. In: Baliño T. & Cottarelli, C., *Frameworks for Monetary Stability*. Washington: IMF.
- MELTZER, A.(1991). The Federal Reserve at Seventy Five. In: Eckstein, Z.(editor), *Aspects of Central Bank Policy Making*. Berlin: Springer-Verlag.
- OECD (1974). *Monetary Policy in the United States*. Series Monetary Studies.
- PERSSON, T. & TABELLINI, G. (editores) (1994a). *Monetary and Fiscal Policy - Credibility - vol.1*. Cambridge(Mass): MIT Press.
- PERSSON, T & TABELLINI, G.(1994b). Designing Institutions for Monetary Stability. IN: Persson & Tabellini (1994a).
- POSEN, A.(1993). Why Central Bank Independence Does Not Cause Low Inflation: there is no institutional fix for politics, *The Amex Bank Review*: pp.40-65.
- ROGOFF, K.(1994). The Optimal Degree of Commitment to a Intermediate Monetary Target. IN: Persson & Tabellini (1994a).
- SAMUELSON, P.(1993). Leaning Against What Inflationary Wind?, *Challenge*, September.
- SYLLA, R.(1988). The Autonomy of Monetary Authorities: the case of the U.S.Federal Reserve System. In: Toniolo, G.(editor). *Central Banks' Independence in Historical Perspective*. Berlin: Walter de Gruyter.
- VICARELLI, F.(1988). Central Bank Autonomy: a Historical Perspective. In: Toniolo, G.(editor). *Central Banks' Independence in Historical Perspective*. Berlin: Walter de Gruyter.
- WALSH, C.(1995). Optimal Contracts for Central Bankers. *American Economic Review*, vol.85, n.1: pp.150-157.7

NOTAS

1 - Para uma discussão sobre alguns detalhes da conformação institucional do Banco da Nova Zelândia, ver Castello-Branco & Swinburne (1992).

2 - Para maiores detalhes sobre o papel da política monetária no modelo monetarista, ver Friedman (1968).

3 - Uma discussão detalhada sobre a existência de um viés inflacionário na economia e sobre os incentivos aos *policy-makers* a adotar políticas dinamicamente inconsistentes pode ser encontrada em Kidland & Prescott (1994).

4 - Para uma discussão detalhada sobre o termo *reputação*, ver Barro & Gordon (1983).

5 - As palavras do Dr. Holtrop, defensor da tese da IBC e ex-presidente do Banco Central da Holanda, são ilustrativas: "...a política monetária é uma coisa em si mesma, que busca um objetivo que deveria ser a meta do bom governo sob qualquer circunstância, nomeadamente a manutenção do equilíbrio monetário... que pode ser definido, por exemplo, como a estabilidade dos preços... . Outros objetivos de política econômica deveriam ser buscados pelo uso de outros instrumentos que não os monetários". (citado em Effros, 1994, p.294 - grifou-se o original).

6 - "A independência dos bancos centrais frequentemente tem sido associada com a força de limitar o crédito que podem ceder ao governo ou a outros setores... Quando ao banco central não mais é permitido financiar o governo, a possibilidade de criar moeda em excesso, além do que é demandado, por razões de pressões políticas é reduzida." (Lindgren & Dueñas, 1994, p.321)

7 - Ver Sylla (1988).

8-O FED não é obrigado a comprar títulos do Tesouro em tempos de paz. Portanto, em qualquer situação, a limitação (na prática) de financiamento ao Governo é "alta". Somente pode-se considerar tal limitação como "total" em países como o Chile onde são *proibidos* quaisquer financiamentos diretos ou indiretos do banco central aos gastos públicos e quaisquer compras, pelo banco central, de títulos emitidos pelo governo ou por agências ou empresas estatais.(Castello-Branco & Swinburne, 1992, p.21)

9 - Para combater a inflação, a administração Johnson privilegiava instrumentos conhecidos como *guidelines* e *guideposts* de preços e salários.(Meltzer, 1991, p.16) *Guidelines* e *Guideposts* eram instrumentos de acompanhamento das negociações e persuasão de empresários e trabalhadores visando ao controle da espiral inflacionária.

10 - Segundo Krugman, de fato, "... foi difícil desfazer a suspeita de que o Presidente do Federal Reserve Board, Arthur Burns, tivesse corrido o risco de inflação para reeleger Nixon...". (Krugman, 1992, p.67)

11 - Para Sylla, "o incidente mostra que a crise teria que ser verdadeiramente séria para que o Congresso pudesse ameaçar a autonomia da sua criação, o FED" (1988, p.34).

12 - Em 1982, "... o FED anunciou estar abandonando suas metas monetárias naquele ano. Desde então, vem repetindo tal atitude, com as metas atraindo cada vez menos atenção. Portanto, se o FED foi alguma vez monetarista, o monetarismo durou menos de três anos". (Krugman, 1992, p.68)

13 - Krugman, em linguagem coloquial, afirmou: "de uma perspectiva monetarista, a política do Federal Reserve, desde 1982, foi uma loucura. O índice de expansão da moeda oscilou de modo inconstante, ora atingindo cifras de dois dígitos, ora se tornando negativo"(1992, p.69).

14 - Embora Sylla seja um ardoroso defensor da tese da IBC, nota-se evidentemente que não incorporou na sua análise histórica à respeito da atuação do FED as recentes definições que giram em torno do trinômio credibilidade-reputação-delegação. Observa-se que, para Sylla, um presidente confiável é aquele que combate a inflação sem vacilações e um presidente equilibrado é aquele que não aceita pressões externas. Apesar das considerações elogiosas de Sylla em relação à atuação de Paul Volcker, poderia ser argumentado pelos defensores da tese da IBC que concordam com as definições estabelecidas pelo trinômio credibilidade-reputação-delegação que um presidente do FED que conduz a política monetária em ziguezague não pode jamais ser considerado confiável e equilibrado. Um dirigente confiável e equilibrado, para esta última corrente, seria aquele que entre uma política de ziguezague e a manutenção de regras monetárias opta pela segunda via; isto é, entre a credibilidade e a flexibilidade da política monetária optaria pela credibilidade. Embora pareça estranho, Sylla talvez concorde com as palavras de Samuelson: "contrapor-se as ondas de superaquecimento inflacionário é um dever essencial do *Federal Reserve* como um banco central. Assim como é um dever essencial do FED contrapor-se as ondas recessivas auto-agravantes" (1993, p. 22).

15 - Outro autor, contrário à tese da IBC, defensor da não-subordinação da política monetária à fiscal é Cardim de Carvalho (1994, p. 22).

16 - Chick, alguns anos antes destes acontecimentos americanos, afirmou que seria uma utilização sub-ótima das políticas fiscal e monetária tratá-las separadamente, com ações independentes, não-coordenadas.(1973, p. 11)

INSTITUTO DE ECONOMIA . UFRJ

17 - O objetivo do FED é da seguinte forma definido em lei: "a Junta de Governadores e o Comitê Federal de Open Market manterão o crescimento de longo prazo dos agregados monetário e de crédito compatíveis com o potencial de longo prazo da economia para crescer a produção, assim como promover os objetivos do emprego máximo, preços estáveis e moderadas taxas de juros de longo termo" (citado em Eijffinger & Schaling, 1993, p. 83).

18 - Este fator é reconhecido inclusive pelos defensores da tese da IBC. Ver, por exemplo, Sylla (1988, p. 37).

ÚLTIMOS TEXTOS PUBLICADOS

362. PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Comportamento dos Bancos em alta inflação pós-keynesiana. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, 1996. (46 pág.)
361. FREIRES, Laércio do Prado. Planejamento Estratégico em Organizações Complexas: a Experiência da Indústria Petrolífera. Rio de Janeiro: UFRJ/IE 1996 (62 pág.)
360. FAGUNDES, Jorge. Reestruturação da Oferta dos Serviços de Telecomunicações no Plano Internacionais. Rio de Janeiro: UFRJ/IE 1996 (70 pág.)
359. SICSÚ, João. A URV e sua função de alinhar preços relativos. Rio de Janeiro: UFRJ/IE 1996 (36 pág.)
358. MELO, Luiz Martins de. Inovações e Finanças. Rio de Janeiro: UFRJ/IE 1996 (38 pág.)
357. MELO, Luiz Martins de. Sistema Nacional de Inovação (SNI)¹: Uma Proposta de Abordagem Teórica. Rio de Janeiro: UFRJ/IE 1996 (69 pág.)
356. BRITTO, Jorge. Reestruturação Industrial e Reformas Estruturais: uma Avaliação da Experiência Argentina. Rio de Janeiro: UFRJ/IE 1996 (50 pág.)
355. BRITTO, Jorge. Cooperação Inter-Industrial e Redes de Sub-Contratação: uma Análise do Modus Operandi das Relações de Parceria. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996 (54 pág.)

354. STUART, Rogério. O retorno dos fluxos de capital privado e o desenvolvimento econômico: questões teóricas face e uma conjuntura internacional adversa. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1995. (45 pág.)
353. FAGUNDES, Jorge. As telecomunicações no Brasil: uma agenda para as políticas públicas. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1995. (63 pág.)
352. FIORI, José Luís. Social liberalismo: bússola quebrada de Fernando Henrique Cardoso. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1995. (23 pág.)
351. FIORI, José Luís. Tulipas, moedas e reformas: Três meses do governo FHC. Inclui os textos: "Que horas são?" e "Em busca do dissenso perdido". Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1995. (30 pág.)
350. HERMANN, Jennifer. Sistema de Pagamentos, Endogeneidade da Moeda e Papel do Banco Central. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1995. (39 pág.)