

Uma Crítica à Tese da Independência do Banco Central()*

João Sicsú(**)

Introdução:

Alguns autores, defensores da tese da Independência do Banco Central (doravante 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 termo 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 em que vigora a *taxa natural de desemprego*.¹ Logo, para Goodhart "...o melhor resultado sustentável que as autoridades podem alcançar através da política monetária é a estabilidade de preços" (1994, 1427).

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

(*) - Este artigo é parte da pesquisa do Projeto de Estudos da Moeda e Sistema Financeiro do Instituto de Economia da UFRJ que conta com o apoio do CNPq e da USIS. O autor agradece as sugestões dos pesquisadores do Projeto e dos colegas e professores do curso de doutorado do Instituto de Economia. Cabe, entretanto, eximi-los de qualquer responsabilidade por eventuais erros ou omissões.

(**) - do Instituto de Economia da UFRJ.

¹-Para maiores detalhes sobre o papel da política monetária no modelo monetarista, ver Friedman (1968).

trade-off (inflação e desemprego, por exemplo), então, a decisão sobre os rumos monetários será certamente uma decisão política - tomada fora do BC. Logo, 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).

Críticas de dois gêneros podem ser dirigidas contra a tese defendida por Cukierman e Goodhart. Pode-se mostrar a distância existente entre os seus argumentos teóricos-empíricos e o *mundo real*, para usar uma expressão consagrada por Paul Davidson. Pode-se, ainda, caminhar por uma segunda via, evidenciando que o arranjo institucional proposto pela tese da IBC abre a possibilidade da existência de conflitos entre a política monetária do banco central e a política fiscal do governo - considera-se que a descoordenação entre tais políticas gera uma política macroeconômica ineficiente.

Assumiram-se todas as críticas aos argumentos teóricos-empíricos da tese da IBC feitos por Cardim de Carvalho (1994). Nesse sentido, o objetivo desse pequeno artigo é criticar a tese da plena autonomia do BC exclusivamente pela segunda via indicada anteriormente. O artigo está dividida em duas seções. Na primeira, define-se o conceito de eficiência da política econômica. Na segunda seção, faz-se a crítica à tese da IBC mostrando que políticas econômicas ineficientes podem emergir em modelos que optam por um BC independente.

1. Eficiência da Política Econômica

A posição crítica desenvolvida nesse pequeno artigo apoia-se no conceito de economia monetária elaborado por Keynes. Segundo ele,

... a moeda joga papel próprio e afeta motivos e decisões e é, em resumo, um dos fatores operativos na situação, tal que o curso dos eventos não pode

ser predito, seja no longo período seja no curto, sem um conhecimento do comportamento da moeda entre o primeiro e o último estado. E é isso que nós podemos dizer quando falamos de uma *economia monetária*.(CWJMK, v.13, pp.408-9 - grifos do autor)

Como resultado deste desenvolvimento, afirmou: "...não existe uma única posição de *equilíbrio de longo período* igualmente válida sem se considerar a política da autoridade monetária. Pelo contrário, existem várias posições correspondentes a diferentes políticas [monetárias]".(CWJMK, v.29, p.55 - grifou-se o original). Em síntese, a posição adotada pode ser resumida em dois tópicos: (i)-assume-se a não neutralidade da moeda no curto e no longo período e que (ii)-a política econômica (monetária e fiscal) tem objetivos não somente nominais, visa ao produto e ao nível de emprego.²

Nessa concepção keynesiana, o uso discricionário de instrumentos monetários e fiscais não é considerado um erro teórico ou uma inocuidade política. Logo, a coordenação entre políticas macroeconômicas torna-se fundamental. Quanto mais coordenados estiverem os instrumentos monetários e fiscais mais eficiente, provavelmente, será a política econômica. Uma política econômica eficiente seria aquela que, primeiro, persegue um objetivo prioritário, segundo, cria o mínimo de utilização-contraditória entre seus instrumentos e, terceiro, emite o máximo de sinais aos agentes a fim de estimulá-los a agir - com menor incerteza em relação ao futuro - no mesmo sentido da direção apontada/adotada pelas autoridades. Quanto mais claros são estes sinais maior será o estímulo privado e menor será a intensidade e o tempo de utilização dos instrumentos fiscais e monetários. Eficiente não é aquela política que simplesmente alcança seu objetivo. A avaliação da eficiência de uma política econômica deve levar em consideração os custos do processo de implementação e os efeitos colaterais produzidos. Objetivos ambíguos, instrumentos conflitantes e elevação da incerteza caracterizam uma política ineficiente que, possivelmente, não alcançará suas metas e/ou produzirá efeitos colaterais danosos.

²-Os efeitos e mecanismos de operação da política fiscal na teoria de Keynes são extremamente conhecidos. Para maiores detalhes sobre o assunto, ver Cardim de Carvalho (1995, pp.21-25).

Coordenação, por outro lado, não deve ser entendida como sinônimo de subordinação da política monetária à fiscal. Regras de política econômica devem ser precisas para se evitar que as autoridades monetárias sejam obrigadas a acomodar decisões fiscais que sacrificam objetivos monetários. A preservação da ordem monetária e fiscal deve definir limites e restrições ao uso de instrumentos monetários.(Cardim de Carvalho, 1994, p.22) Chick constatou que, na Inglaterra por exemplo, 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) Chick reconheceu ainda que a inflação dos anos 1960 resultou desse tipo de atuação do *Bank of England*.

Quando os instrumentos de administração monetária estão subordinados a objetivos fiscais, a política macroeconômica também não será eficiente. Apesar do governo adotar um objetivo prioritário, a relação simbiótica monetária-fiscal emite sinais que estimulam as expectativas inflacionárias dos agentes. Nesse sentido, são sinais que fazem aumentar a incerteza em relação ao futuro e, portanto, tendem a inibir a ação dos agentes. Logo, diante do provável desestímulo privado, o governo deverá utilizar os instrumentos de política econômica mais intensamente e por mais tempo. Nesse contexto, a política não pode ser considerada eficiente simplesmente porque pode alcançar seu objetivo. Cabe repetir: a avaliação da eficiência de uma política econômica deve levar em consideração os custos do processo de implementação e os efeitos colaterais gerados. Nesse caso, a política econômica possivelmente provocará inflação.

Policymakers e agentes econômicos interagem permanentemente com movimentos de ação-e-reação. No caso de estruturas de subordinação da política monetária à fiscal, as expectativas inflacionárias tornam-se mais elevadas em função do aprendizado de que políticas de expansão do produto são financiadas com a utilização de instrumentos que ameaçam a estabilidade de

preços.³ Logo, ações governamentais que buscam a redução do desemprego sempre serão acompanhadas por reações precificadoras e pela paralisação das atividades de investimento em função da incerteza gerada pelo cenário esperado de inflação futura. Conseqüentemente, tal política expansionista seria ineficiente porque, primeiro, não emite sinais que estimulam (re)ações do público no mesmo sentido da política econômica governamental, assim obrigando o uso intensivo e por um tempo mais longo dos instrumentos de política macroeconômica. E, segundo, causaria efeitos colaterais danosos à economia: a inflação.

2. Crítica à tese da IBC

Por um lado, a independência do banco central elimina a possibilidade de qualquer subordinação, por outro, não implica necessariamente ausência de mecanismos de coordenação ou, mesmo, aplicação de políticas ineficientes. A legislação alemã, por exemplo, prevê alguns procedimentos que visam à coordenação das ações do Governo com as políticas do Bundesbank. Primeiro, representantes do Governo podem participar das reuniões do Conselho Deliberativo do Bundesbank, sem direito a voto, mas com o poder de adiar qualquer decisão por duas semanas. Nesse tempo, espera-se que um consenso seja encontrado. Segundo, o BC alemão coloca à disposição do Governo todas as informações sobre temas diretamente relacionados à condução da política monetária. Terceiro, o Governo pode convidar o presidente do Bundesbank para discussões relacionadas à condução da política monetária. Em resumo, segundo Helmut Schlesinger ex-presidente do Bundesbank: o banco central "... tenta conscientemente obter um certo grau de apoio a priori de outras autoridades de política econômica e de grupos relevantes da comunidade" (Schlesinger, 1984, p.101).

³-Numa perspectiva monetarista-ortodoxa, tal conclusão pode ser encontrada em Barro e Gordon (1994).

A despeito dos mecanismos de coordenação existentes, países que possuem bancos centrais independentes são ricos de exemplos de implementação de políticas econômicas ineficientes.⁴ Contudo, dois casos são absolutamente notáveis. Nos Estados Unidos, tem-se conhecimento do grave conflito Reagan-Volcker no início dos anos 1980.⁵ Na Alemanha, no mesmo período, emergiu um dos mais conspícuos conflitos entre o Bundesbank e o Governo quando a política antiinflacionária de restrição monetária imposta pelo Bundesbank havia deixado a economia com um elevado desemprego. O Chanceler alemão, Helmut Schmidt, descontente com tal situação, buscou a ajuda do seu amigo o Primeiro Ministro Francês, Giscard d'Estaing. O Chanceler alemão e Giscard d'Estaing criticaram publicamente a atitude do BC alemão. E, como forma de atenuar os efeitos considerados perversos da política monetária adotada, os dois Governos mobilizaram um vultoso empréstimo objetivando à expansão do nível de emprego na Alemanha através de medidas fiscais anti-recessivas.

Em função desses e de outros acontecimentos, tem-se generalizado a crítica de que o arranjo institucional estabelecido com a instituição de um banco central independente abre a possibilidade de descoordenação entre as políticas fiscal e monetária. Defensores da tese da IBC discordam radicalmente dessa crítica. Para eles,

o argumento não é realmente sobre a coordenação, mas sim qual instrumento de política que deveria se mover primeiro e ter primazia. Sob as modalidades de política keynesiana dos anos 50 e 60, a política fiscal tinha primazia; o déficit fiscal era decidido primeiro e a política monetária ajustava-se para se praticar uma determinada taxa de juros, dado o déficit.(Goodhart, 1995, 69)

Esta argumentação de Goodhart interpreta que coordenação entre políticas é sinônimo de subordinação. Para reforçar esta noção de coordenação, faz questão de ressaltar que, no caso

⁴-Uma descrição detalhada de conflitos entre autoridades monetárias e governo, na Alemanha e nos Estados Unidos, podem ser encontradas respectivamente em Holtreich (1988) e Sylla (1988).

⁵-Vicarelli (1988, pp.8-9) aduziu que o embate Reagan-Volcker, 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.

da Inglaterra, a crítica advém principalmente de altos funcionários do Tesouro ou de ministros - interessados por hipótese, segundo esse autor, na predominância da política fiscal.⁶

Após ter desfigurado a noção de coordenação, Goodhart estabelece um outro conteúdo para o termo inserindo-o na tese da IBC. Explica que, uma vez perdida a força por parte do governo de controlar a política monetária, a política fiscal pode se tornar mais disciplinada. É nesse sentido que, segundo ele, existirá coordenação fiscal-monetária com um BC plenamente autônomo. Sua argumentação sugere a noção de que coordenação entre políticas seria a adoção de um orçamento equilibrado e de uma política monetária apenas com objetivos nominais. Então, concluiu que "a questão da coordenação pode, em verdade, ser um argumento *para*, em vez de *contra*, o banco central independente" (Goodhart, 1995, 69-70 - grifos do autor). Nessa acepção, o termo coordenação é utilizado por Goodhart em sentido completamente diferente daquele que é necessário ao conceito de eficiência da política econômica. Contudo, não é por dificuldade de entendimento que Goodhart adota esta postura que oscila entre a desfiguração da noção de coordenação e a tentativa de dar um outro sentido ao termo. O problema central é que a coordenação, fundamental para a definição do conceito de eficiência da política econômica, não cabe em modelos que assumem os fundamentos monetaristas.

Para Goodhart, o termo coordenação no que se refere à relação entre políticas fiscal e monetária resume-se a uma regra: orçamento governamental equilibrado e política monetária apenas com objetivos nominais. Essa regra, como toda certeza, pode-se afirmar não é uma das possibilidades de coordenação existente entre políticas macroeconômicas em um modelo com BC independente (que utiliza os fundamentos monetaristas), mas é *a única* possibilidade existente. Em nenhum modelo relevante sobre a tese do IBC existem sugestões de outras

⁶-Goodhart está correto ao identificar na política keynesiana adotada na Inglaterra um elevado grau de subordinação da política monetária à fiscal. Contudo, isto não ocorreu pelo simples fato de que os instrumentos fiscais se moviam primeiro, mas sim pela falta de empenho das autoridades em manter um ordenamento monetário não-inflacionário. Políticas econômicas eficientes podem acionar os instrumentos fiscais e monetários sequencialmente dependendo da agenda de reformas a ser implementada. Ver sobre este assunto Minsky (1986, cap.13).

possibilidades de regras de coordenação.⁷ Isto não ocorre por falta de criatividade por parte dos proponentes da tese da IBC, mas sim por impossibilidade teórica. A crença na estabilidade e na existência do equilíbrio à taxa natural de desemprego - e simultaneamente na neutralidade da moeda - impede os proponentes da tese da IBC de sugerir outra regra de coordenação diferente daquela apresentada por Goodhart.

Segundo os princípios monetaristas, políticas macroeconômicas não devem ser utilizadas para alterar a taxa corrente de desemprego - que em equilíbrio está repousada sobre a taxa natural. Portanto, não há razão dentro da *rationale* ortodoxa, para se pensar no problema da coordenação de políticas que visam à redução do nível de desemprego ou, equivalentemente, ao aumento do produto; menos sentido há na utilização do conceito de eficiência. A utilização do conceito de eficiência por parte do monetarismo implicaria, por exemplo, adotar claros objetivos reais de política econômica, coordenar instrumentos monetários e fiscais para esse fim e, por último, abrir mão da assimetria de informação: trocar o elemento surpresa pela nítida informação. Nesse sentido, Goodhart é coerente porque a noção de coordenação é a base do conceito de eficiência e aceitar essa noção inserida nesse conceito seria negar seus princípios. Então, a única saída foi, por um lado, a desfiguração da noção de coordenação e, de outro, a tentativa de indicar um novo sentido para o termo.

Apesar da tentativa de driblar a crítica à tese da IBC baseada na possibilidade de descoordenação, em economias que possuem um BC independente está aberta a possibilidade de ocorrer conflitos entre as políticas monetária e fiscal, tal como aconteceu na Alemanha e nos Estados Unidos. Nesses casos, a política macroeconômica tornou-se ineficiente. Em ambos os países, havia *dois* objetivos igualmente prioritários (combate à inflação e ao desemprego), foi criado um largo espaço de utilização-contraditória dos instrumentos monetários e fiscais e elevou-se drasticamente a incerteza presente na economia - ou seja, os ruídos emitidos superaram os sinais, transmitiu-se insegurança aos agentes. Por conseguinte, o leque de

⁷-Embora o termo coordenação não apareça explicitamente nos modelos e artigos relevantes mais recentes sobre esse tema, nenhum desses trabalhos sugere algo diferente da proposição de Goodhart (1995). Para

resultados possíveis abriu-se, as expectativas tornaram-se mais elásticas. As possibilidades de erros expectacionais (e, conseqüentemente, quebras ou falências) aumentaram. 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 implementação de políticas econômicas ineficientes deveriam ser rejeitados - e não valorizados, tal como fazem os proponentes da IBC.

Sumário e Conclusões

A crítica desenvolvida nesse artigo concentrou-se na possibilidade de implementação de políticas econômicas ineficientes em arranjos institucionais onde está presente um BC independente. Foi definida, então, a noção de eficiência da política econômica. Utilizou-se três critérios para estabelecer essa noção. Uma política econômica eficiente seria aquela que, primeiro, persegue um objetivo prioritário (não necessariamente único), segundo, cria o mínimo de utilização-contraditória entre seus instrumentos e, terceiro, emite o máximo de sinais aos agentes a fim de estimulá-los a agir - com maior segurança - na mesma direção da política governamental. Portanto, quanto mais nítidos são esses sinais maior será o estímulo privado e menor será o volume de operações fiscais e monetárias que o governo necessitará realizar.

Em economias que possuem um BC independente está aberta a possibilidade de ocorrer conflitos entre as políticas monetária e fiscal, tal como aconteceu na Alemanha e nos Estados Unidos no início dos anos 1980. Portanto, em um contexto onde está presente um BC independente pode ocorrer a implementação de políticas econômicas ineficientes. Nesse sentido, concluiu-se que arranjos institucionais que abrem a possibilidade de desenvolvimento de tais políticas devem ser rejeitados - esses arranjos são aqueles onde existe um BC independente ou um BC totalmente subordinado ao tesouro.

maiores detalhes sobre esses artigos e modelos, ver Sicsú (1996).

Referências bibliográficas:

BARRO, R. & GORDON, D. (1994). Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy. In: Persson, T. & Tabellini, G. (eds), *Monetary and Fiscal Policy, vol.1: Credibility*. Cambridge(Mass): MIT Press.

CARDIM DE CARVALHO, F.(1994). The Independence of Central Banks: a critical assessment of the arguments. Textos para Discussão - IEI/UFRJ, n.318. (publicado no *Journal of Post Keynesian Economics*)

CARDIM DE CARVALHO, F.(1995). *Economic Policies for Monetary Economies*. Textos para Discussão - IEI/UFRJ, n.331.

CHICK, V.(1973). *The Theory of Monetary Policy*. Oxford: Blackwell.

CUKIERMAN, A.(1994). Central Bank Independence and Monetary Control, *The Economic Journal*, November: pp.1437-48.

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.353-98.

FRIEDMAN, M.(1968). The Role of Monetary Policy, *American Economic Review*, March: pp.1-17.

GOODHART, C.(1994). What Should Central Banks do? Should Be Their Macroeconomic Objectives and Operations?, *The Economic Journal*, November: pp.1424-36.

GOODHART, C.(1995). *Central Banking and Financial System*. London: Macmillan.

HOLTFRERICH, C.(1988). Relations between Monetary Authorities and Governmental Institutions: the case of Germany from the 19th century to the present. In: Toniolo, G.(editor). *Central Banks' Independence in Historical Perspective*. Berlin: Walter de Gruyter.

KEYNES, J.M. *The Collected Writings of John Maynard Keynes* - em 30 volumes. London MacMillan e Cambridge: Cambridge Universty Press. Volumes são identificados por CWJMK, seguidos pelo número do volume.

MINSKY, H.(1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.

SCHLESINGER, H.(1984). The Role of the Central Banking in Achieving Price Stability: an international perspective. In: *Price Stability and Public Policy*: a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City.

SICSÚ, J.(1996). A Tese da Independência do Banco Central e a Estabilidade de Preços: uma aplicação do método Cukierman à história do FED. *Estudos Econômicos*, 26(1): pp.21-49.

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.