

## A PROPOSTA DE INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL: UMA VISÃO CRÍTICA

*Selene Peres Peres Nunes\**

*Ricardo da Costa Nunes\*\**

### *Introdução*

A crença de que deveriam existir limites formais à concessão de crédito aos governos por parte dos bancos centrais e independência política entre eles, é recente. Na sua origem, o surgimento dos bancos centrais esteve ligado à necessidade de financiar gastos do governo e garantir a confiança na moeda e no sistema financeiro. Sua atuação foi marcante para a instituição da moeda e o desenvolvimento econômico, chegando a ser exigida como forma de evitar crises.

Mas as características das crises, ora de recessão e desemprego, ora de déficits fiscais e inflação, determinaram o repensar teórico dos limites da atuação do Estado e da utilização dos diversos instrumentos de política econômica. Assim, nos anos 80 e 90, a proposta de independência do banco central ganhou impulso à medida que os bancos centrais passaram a ser vistos como vítimas da pressão política que os desviava da sua função natural de defender o poder de compra da moeda. Além disso, as inovações do sistema financeiro e o aumento da importância relativa da concessão de crédito que acompanharam e impulsionaram o crescimento das economias também passaram a exigir um redesenho institucional do relacionamento entre as políticas fiscal e monetária.

Defender a independência da autoridade monetária tornou-se, então, sinônimo de promover a estabilidade monetária e melhorar o desempenho econômico: sinal de maturidade e exemplo a ser seguido. O principal reflexo disso é que em todo mundo, surgiram movimentos políticos promovendo a tese da independência. A União Monetária Européia - UME requer como critério de adesão a substituição dos bancos centrais dos países integrantes por um único banco central europeu independente. O Chile e a Nova Zelândia deram autonomia a seus bancos centrais e países da América Latina e da Europa Oriental também estão estudando propostas neste sentido.

Mas a tese da independência, embora bastante difundida, está longe de constituir uma unanimidade. Sua aceitação envolve um posicionamento teórico que abrange desde a capacidade de auto-ajuste da economia e a concepção de moeda até a coordenação entre políticas econômicas e a interação economia-política. Tendo em vista que esses temas envolvem considerável controvérsia, a sugestão de arranjo institucional que deles decorre também permanece em aberto.

O objetivo deste trabalho é revisitar alguns dos argumentos pró-independência do banco central usualmente apresentados e proceder a sua crítica. Para tanto, na primeira seção, descreve-se de forma genérica os principais pontos da proposta de independência. A segunda seção procura expor, sucintamente, o arcabouço teórico que subsidia a proposta. Em seguida, esses argumentos são analisados e procura-se mostrar a sua fragilidade através da resposta a três perguntas: O banco central deve ser independente e eximir-se de atuar sobre variáveis reais? É possível a independência do banco central nos termos propostos? A independência é necessária para assegurar estabilidade?

---

\* da Secretaria do Tesouro Nacional/MF, cedida para a Assessoria Econômica do MPO.

\*\* da Secretaria do Tesouro Nacional/MF, cedido para a Secretaria de Assuntos Internacionais/MPO.

## *1 A proposta de independência do Banco Central*

O primeiro ponto da proposta de independência do banco central que merece ser analisado com cuidado diz respeito ao seu significado. A autoridade monetária pode ser independente no sentido de que não precisa sacrificar suas metas de política monetária para acomodar decisões de política fiscal. Mas independência, num sentido mais restrito, requer que o banco central seja capaz de implementar política monetária numa direção contrária à decidida pelo governo central, ou seja, ignorando as políticas fiscal, comercial ou cambial.

A diferença entre essas duas óticas é fundamental. Atualmente, há pouca discordância quanto à necessidade de existência de limites para utilização dos instrumentos monetários ou de quaisquer outros instrumentos. O que se discute é quais devem ser os limites, se são necessariamente quantitativos, e que política econômica deve preponderar sobre as demais. Aceitar que deve existir algum tipo de limite é sinônimo de planejamento, de coordenação entre políticas econômicas o que, pela primeira definição, tornaria a independência algo aceitável. Já a desconsideração de outras políticas tem conotação muito mais forte, oposta até, e chegou a ser transformada em "teste de independência" no estudo de Cukierman, Webb e Neyapti (1992).

A definição da proposta de independência do banco central, ainda que um pouco caricata, torna-se necessária para estabelecer o ponto de referência da discussão. Independência *stricto sensu* significa que a autoridade monetária possui competência exclusiva e autonomia técnica, administrativa e financeira para determinar a política monetária. A autonomia técnica deve estender-se também à gestão das políticas creditícia, de dívida pública e cambial, em virtude das interações que estas possuem com os agregados monetários. O ponto fundamental refere-se à submissão da política fiscal à monetária, o que distancia esse conceito da ótica de coordenação. A independência pode ser acompanhada da imposição de normas legais que impeçam o financiamento monetário de gastos públicos como, por exemplo, restrições ao uso dos recursos do banco central pelo governo, mas fundamentalmente confere ao banco central um poder discricionário quase absoluto.

Se, por essa concepção, o banco central é o guardião natural da moeda, possui também a responsabilidade de adaptar o volume de meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional, prevenindo e corrigindo surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa. Para que o banco central possa perseguir o seu objetivo, qual seja o de assegurar a estabilidade de preços e o poder de compra da moeda, o processo institucional de determinação da política monetária e o monitoramento do seu desempenho devem impedir que ele fique sujeito a pressões do governo. Ou seja, deve haver também autonomia administrativa e financeira. As regras para admissão e demissão da diretoria do banco central podem, por exemplo, definir mandatos não coincidentes com o do presidente da República - 5 e 4 anos - e a aprovação pelo Senado, tanto da indicação dos nomes como da sua exoneração, quando solicitada pelo presidente da República. A autonomia financeira, por sua vez, consiste na existência de um orçamento próprio para o banco central, com incorporação dos resultados operacionais da instituição no seu próprio patrimônio. Esse ponto surge também em oposição à transferência de resultados ao tesouro, como contrapartida da receita de senhoriagem, que é criticada por alguns como constituindo financiamento monetário à política fiscal.

Essa definição geral, contudo, não deve ser tomada senão como ponto de referência, já que uma avaliação das experiências dos países desenvolvidos mostra que existem diferentes graus de independência. Mesmo no caso do paradigma de independência, fornecido pelos bancos centrais americano e alemão, alguns dos pontos aqui apresentados não são seguidos.

## 2 Os fundamentos teóricos pró-independência

Os pressupostos teóricos em geral apontados para justificar a tese da independência do banco central tem origem numa concepção de moeda e de economia que sempre envolveu considerável controvérsia. No aspecto monetário, essa controvérsia ficou conhecida no século XIX como *banking school* versus *currency school* e resultou na predominância da máxima quantitativista de que "a todo aumento de oferta monetária corresponde um aumento de preços de igual valor."

Na verdade, a tese quantitativista pode ser dividida em dois argumentos: o da causalidade e o da proporcionalidade. O argumento da causalidade estabelece que a relação funcional se dá sempre da moeda para os preços. Implicitamente, utiliza-se a hipótese de exogeneidade da moeda, porque a quantidade de moeda que importa é a ofertada, a qual é controlável pois depende apenas da decisão do emissor. Se, ao contrário, a moeda fosse endógena, aumentos nominais de demanda, motivados pelas necessidades dos negócios ou por aumentos de preços, exigiriam aumentos de oferta monetária, tornando o poder da autoridade monetária apenas relativo. Essa inversão de causalidade, contudo, não é admitida pela tese quantitativista.

O argumento da proporcionalidade implicitamente utiliza a hipótese de neutralidade da moeda pois supõe que inexitem vazamentos para variáveis reais. Isso só é possível porque se supõe que a velocidade circulação ou renda da moeda é constante ou estável, ou que o nível de transações ou de renda é constante. Ou seja, aumentos de oferta monetária não poderiam elevar a oferta no mercado de bens e por isso ter correspondência apenas parcial no crescimento dos preços porque, como a demanda por moeda é estável, variações de oferta monetária se traduzem proporcionalmente em variações preços. Não é por acaso que a idéia de taxa de desemprego natural prevaleceu sempre associada a uma outra: a de que a moeda só pode afetar a produção temporariamente porque a sua simples emissão não pode gerar riqueza. Em Ricardo (1981), Say (1880), Mill (1929) e Wicksell (1969), dentre outros, a moeda, apenas um meio de troca, era neutra em termos da sua capacidade de afetar a taxa de crescimento do produto, a qual seria determinada por variáveis reais: "(...)As produções são sempre compradas por produções ou por serviços; o dinheiro é apenas o meio pelo qual a troca é efetuada." Ricardo (1981, p. 198). Ou ainda: "O dinheiro desempenha apenas um ofício passageiro nessa troca dupla; e, terminadas as trocas, verifica-se sempre: produtos foram pagos com produtos." Say (1880, p. 139) E mais: "Segundo essa idéia [mercantilista] o mundo todo persiste para sempre na crença de que mais pedaços de papel eqüivalem a mais riqueza, sem que as pessoas descubram que, com todo o seu papel-moeda não podem comprar quantidade maior de nenhuma mercadoria do que anteriormente." Stuart Mill (1929, p. 98).

A neutralidade da moeda, como corolário da Lei de Say, determinava que o poder de compra não pudesse ser criado ou destruído pela moeda através do crédito - ou inversamente, da dívida -, os quais apenas permitiriam uma alocação intertemporal em favor de consumo presente e em detrimento de consumo futuro. Assim, se tudo que a moeda pode fazer é possibilitar decisões intertemporais de como gastar o poder de compra criado na produção, ainda que eventualmente surjam flutuações de atividade econômica - expansão quando o consumo superar o produto e retração no caso oposto -, no longo prazo, a economia será inerentemente estável. Nesse sentido, neutralidade monetária e taxa natural desemprego são teoricamente equivalentes.

Se a moeda é neutra no longo prazo, o único resultado de uma política monetária expansionista é sobre o nível de preços. Esse movimento cíclico foi contemplado por Wicksell (1969), para quem a tendência de elevação temporária da taxa de juros bancária além do nível natural faria com que a moeda desempenhasse um papel efetivo sobre o produto no curto prazo. As variações nos preços, contudo, absorveriam as flutuações da liquidez da economia e o incremento de demanda, num processo de ajustamento no longo prazo.

As consequências da combinação dos argumentos de causalidade e proporcionalidade, em termos de prescrição de política econômica, são bastante claras. Se a moeda é exógena, a autoridade monetária tem poderes absolutos para controlar a oferta monetária e, conseqüentemente, o nível de preços. A máxima quantitativista abre caminho, ao mesmo tempo, para uma explicação de inflação associada à política monetária expansionista e para a prescrição de que não se deve interferir na economia, pois isso implica custos em termos de inflação e/ou de aumento da dívida pública. Nos tempos atuais, esse é precisamente um dos argumentos que tem sustentado a tese da independência do banco central.

A Escola de expectativas racionais, de que Sargent (1979) é um dos representantes mais notáveis, resgatou uma interpretação mais radical: de que a neutralidade monetária tem lugar inclusive no curto prazo, pois os agentes antecipam os resultados das ações do governo. Contudo, para defender a tese da independência do banco central, não é preciso ir tão longe e basta supor que a neutralidade se sustenta no longo prazo.

Tempos depois, a ênfase atribuída à questão da credibilidade dos agentes na política econômica do governo, fez com que conceitos mais modernos e também condizentes com a tese de independência do banco central, ressaltassem que políticas monetárias eficientes e efetivas dependem da confiança na sua condução e nos seus objetivos. Vários autores (Volcker, Mancera, Godeaux, 1991 ; Effros, 1997 ; Swinburne, Castello-Branco, 1991) tem chamado atenção para o fato de que um banco central submetido às razões de Estado e, conseqüentemente a razões eleitorais, seria menos eficiente, pois a ingerência da política na economia tenderia sempre ao aumento de gastos, em detrimento das metas técnicas e os agentes perceberiam isso como sinal de fragilidade da política econômica. Isto é, para impedir que as variáveis naturais sejam afastadas de sua trajetória, é preciso evitar as pressões políticas que surgem para manter a taxa de juros abaixo do patamar consistente com a estabilidade de preços e para elevar a emissão de base monetária como forma de financiamento do déficit do setor público. Nesse sentido, um banco central independente poderia contribuir para o alcance e a manutenção da estabilidade econômica.

Em resumo, seja qual for a abordagem de independência adotada, a idéia comum parece ser a de que, embora a capacidade de controlar a moeda com poderes absolutos seja plenamente atribuída à autoridade monetária - pois a moeda é exógena -, não há nenhuma vantagem em financiar gastos através de aumentos de oferta monetária - pois a moeda é neutra em termos de sua capacidade de afetar variáveis reais. Isto é, o banco central pode, mas não deve, intervir - o que resgata a essência do pensamento quantitativista. Os demais argumentos são empíricos. Os autores que defendem a tese de independência do banco central alegam que a experiência de vários países comprova que aqueles que adotaram um banco central independente obtiveram melhor performance econômica e que este seria o único caminho para assegurar estabilidade dos preços.

### ***3 Uma visão crítica dos argumentos teóricos pró-independência: deve (e consegue) o Banco Central ser independente ?***

Os argumentos teóricos pró-independência, apresentados na seção anterior, tem sido com freqüência contestados com base em duas diferentes linhas de argumentação: a crítica às hipóteses básicas de taxa natural de desemprego, neutralidade e exogeneidade da moeda e a conseqüente substituição do prognóstico não-intervencionista; e a crítica à discricionariedade como forma de implementação do prognóstico não-intervencionista e sua conseqüente substituição pela defesa de regras fixas.

### 3.1 A crítica às hipóteses básicas de taxa natural de desemprego, neutralidade e exogeneidade da moeda

As hipóteses de taxas naturais de desemprego e de juros, neutralidade e exogeneidade da moeda, utilizadas na fundamentação da proposta de independência de banco central, não são princípios universalmente aceitos. Ao contrário, ainda que a tese quantitativista tenha sido predominante, não ficou isenta de críticas contundentes e, segundo Carvalho (1995, p.96), “baseada como está na hipótese de taxa natural de desemprego, a tese da independência deveria, no máximo, ser tão válida quanto ela”.

A primeira crítica diz respeito ao pressuposto de exogeneidade da moeda, base da teoria que explica aumentos de preços a partir de aumentos de oferta monetária. Para aqueles que acreditam que a moeda é endógena, a demanda monetária importa e não é necessariamente constante ou estável. A oferta monetária responde à demanda dos agentes pois a capacidade de criação e destruição de meios de pagamento é da sociedade como um todo. Assim, diante de uma restrição de liquidez por exemplo, a sociedade pode elevar a velocidade circulação da moeda ou criar meios de pagamento. Essa posição é defendida, por exemplo, por Minsky (1986): “Ela pode ser gerada endogenamente, seja no momento em que o público libera a moeda, através da aquisição de ativos menos líquidos, seja através dos bancos pela expansão do crédito; seja finalmente, pelas autoridades monetárias, quando estas sancionam a criação da moeda bancária”. Se a busca da estabilidade a partir do controle da oferta pode ser contraposta por mudanças no comportamento do público, a capacidade de controle do banco central sobre os agregados monetários torna-se relativa porque a demanda monetária passa a depender não apenas de uma decisão das autoridades monetárias, mas do comportamento de todos os agentes. Então, a causalidade da teoria quantitativa pode, ao menos em alguns momentos, inverter-se, e os instrumentos de política monetária tendem a perder eficiência.

A segunda crítica refere-se à neutralidade da moeda. Se a velocidade circulação ou renda da moeda não é constante ou estável - porque de resto, a demanda por moeda também não é e pode interagir de maneiras distintas com a oferta monetária -, aumentos na oferta monetária podem ser absorvidos pela demanda sem que haja elevação de preços, ou pelo menos sem que a elevação se dê proporcionalmente. Isso significa que pelo menos parte do aumento de oferta monetária pode afetar variáveis reais. O quanto irá afetar dependerá do nível de transações ou de renda - não necessariamente constante ou correspondente ao de pleno emprego - e do comportamento dos agentes, isto é, se eles desejam ou não mais moeda. Em outras palavras, a moeda não é neutra e pode alterar no longo prazo o nível de emprego e da taxa de juros.

A não neutralidade da moeda está exposta no trabalho de Schumpeter (1977), onde fica clara a importância do crédito como elemento determinante dos ciclos econômicos. Na fase de prosperidade, as novas firmas arriscam-se a fazer inovações, recorrendo ao mecanismo de crédito, para concorrer com as já existentes. Os consumidores pensam que suas rendas altas transitórias são permanentes e os produtores esperam que a demanda continue aumentando. A adaptação das firmas estabelecidas, contudo, é difícil pois o parque instalado não tem como retroceder - ou é substituído ou continua como está, sendo fadado ao fracasso. A inovação, então, se difunde pelo setor através da concorrência, eliminando não só as firmas menos capazes mas também ramos que vão sendo substituídos por outros onde a produtividade marginal do trabalho é maior. A queima de capital dá origem ao período de recessão que é marcado por inovações secundárias e, quando chega o momento de pagar pelo crédito concedido na fase de prosperidade, a crise se instaura. O superendividamento que havia permitido que se tomassem empréstimos improdutivos ocasiona falências. O sistema entra em depressão, de um lado, devido à crise de liquidez e, de outro, porque o parque já assentado adquire uma certa estabilidade, desestimulando as inovações e, conseqüentemente, reduzindo a taxa de crescimento da demanda.



As distintas concepções de moeda - exógena ou endógena, neutra ou não - implicam distintos arranjos institucionais para a condução da política econômica. Em ambas as concepções, a discussão do papel que deve assumir o banco central se revela ainda hoje no centro da controvérsia. A este respeito Costa (1992, p. 36) traça o seguinte comentário: "O debate a respeito da criação de um Banco Central do Brasil independente do governo polariza, de um lado, os economistas de matiz quantitativista, que acham que a oferta de moeda é (ou deve ser) exógena, sob controle da Autoridade Monetária (...). Do outro lado, estão economistas de matiz anti-quantitativista, desenvolvimentistas, estruturalistas, que aceitam a teoria da endogeneidade da moeda, seja porque a oferta de moeda é - em última instância - acomodativa às transações econômico-financeiras realizadas (por pressões políticas e/ou risco de insolvência), seja porque a endogeneidade é estrutural ao sistema financeiro (por alteração da velocidade de circulação monetária e/ou por inovações financeiras). (grifo do autor)"

A hipótese de endogeneidade ressalta as limitações da política monetária, enquanto a não neutralidade coloca a possibilidade da moeda afetar os níveis de renda e emprego. Se a moeda é endógena, ainda que o banco central seja independente, seu poder, embora hierarquicamente superior, continua a ser limitado, assim como a eficiência dos instrumentos de que dispõe. A independência do banco central deixa de ser garantia de eficiência no controle dos agregados monetários até porque as políticas econômicas - fiscal, monetária e cambial - são interdependentes. Portanto, o banco central não pode ser, de fato, independente. Por outro lado, se a moeda não é neutra, o banco central deve tentar intervir sempre que situações de recessão, desemprego ou fragilidade financeira assim o exigirem. Esses argumentos dão suporte a uma oposição à tese de independência do banco central e apontam a necessidade de ação conjunta entre o banco central e o tesouro nacional ou, em outras palavras, a necessidade de coordenação entre políticas econômicas.

As críticas às hipóteses de taxa natural de desemprego e neutralidade da moeda são também bastante comuns na literatura empírica. As crises econômicas, associadas à fragilidade financeira de bancos e empresas, tem exigido a presença do Estado para garantir a confiança na moeda e no sistema financeiro, bem como para sustentar políticas de crescimento e emprego. Como as instituições bancárias criam uma parte importante dos meios de pagamento, falências generalizadas no sistema bancário reduzem o estoque de meios de pagamento, afetando o nível de atividade econômica e de emprego. Em novembro de 1997, o FMI (*The New York Times*, 14 jan. 1998).

teria forçado o fechamento de 16 bancos insolventes na Indonésia para aumentar a confiança do público no sistema financeiro. O resultado foi uma corrida aos bancos, agravando a crise, verificando-se em seguida fuga de capitais e desvalorizações cambiais. O sistema financeiro é o centro essencial, o eixo cuja fratura pode ser fatal.

De fato, nos séculos XVII e XVIII, período em que o governo não realizava supervisão das casas bancárias e não estabelecia regras para o funcionamento do sistema financeiro, as crises financeiras eram freqüentes. Os bancos realizavam empréstimos com percentual de lastro inferior a 100% e, quando o sistema financeiro era acometido por uma crise de confiança, muitas firmas faliam. Withers (1930) informa que na Inglaterra, entre 1810 e 1817, cerca de 600 bancos foram à falência. Após sucessivas crises, o Estado assumiu o monopólio de emissão, criou regras para a operação dos bancos, estabelecendo níveis de reservas mínimos e a supervisão dos bancos, como apontado por Gomes (1967, p.48): "O estabelecimento de um banco central foi a medida reputada aconselhável para deter o caos monetário e bancário até então existente".

Entre a 1ª e a 2ª Grande Guerra Mundial, as vantagens de um banco central cresceram quando foram rompidas as amarras do padrão-ouro e a disciplina dos mercados monetários e financeiros precisou aumentar. Em conseqüência, os estatutos dos bancos centrais sofreram sucessivas mudanças, ajustando-se às novas funções da autoridade monetária que passaram a englobar o fornecimento de empréstimos de liquidez para atender às necessidades das instituições financeiras, o controle das reservas internacio-

nais e a atuação no sentido do funcionamento regular do mercado cambial e do equilíbrio do balanço de pagamentos. Por outro lado, as crises inflacionárias também mostraram que a expansão dos meios de pagamento pode não só ocasionar queda da taxa de juros e aumento do investimento e do produto, auxiliando na sustentação das economias em momentos de crise, mas também - caso seja exagerada - ocasionar efeitos indesejáveis nos preços e no financiamento do balanço de pagamentos.

Assim, a explicação para a diferença entre posicionamentos talvez esteja também na natureza das crises econômicas, associadas à fragilidade financeira de empresas e bancos ou à deterioração da moeda em contexto inflacionário. Ainda que o problema seja único e de paradigma, as soluções apontadas para esses dois tipos de crise são bastante distintas. Se sobrevém uma recessão, aponta-se o caminho da política fiscal, e subsidiariamente da política monetária, para combatê-la de forma expansionista. Quando a crise é inflacionária, todos reconhecem os perigos da política monetária e, num retorno da ortodoxia, defendem um mínimo de intervenção.

O que os defensores da tese da independência do banco central procuram fazer é mostrar que a instabilidade dos primórdios relatada acima "has been greatly exaggerated" (Glasner, 1989, p. 183) e que, com a ampla divulgação de informação dos dias de hoje, acrescida da tecnologia dos computadores, o mercado financeiro poderia se auto-ajustar com um mínimo de intervenção. Esta também é a posição de Gordon (1985, p.268) - outro historiador de economia monetária -, que depois de analisar a Escócia no período 1800-45 e os EUA entre 1838-60 concluiu que não se pode atribuir à regulação das operações bancárias a responsabilidade pelos sistemas financeiros. Para que a competição financeira atuasse como força estabilizadora, contudo, seria preciso supor, como na teoria das expectativas racionais, que há transparência de informações e, portanto, as informações são simétricas e que os agentes agem de forma independente. No entanto, a assimetria de informações e a dependência entre os agentes são justamente duas das falhas de mercado facilmente observáveis e que contribuem para explicar porque a taxa de juros pode não ser suficiente como mecanismo de ajuste no mercado financeiro. Pelo fato da informação ser assimétrica, as casas bancárias tendem a realizar empréstimos excessivamente, como apontado por Ricardo (1981), porque desse modo obtém maiores lucros. Assim, mesmo quando não existem limites legais, os bancos comerciais não devem elevar a taxa de juros até igualar a oferta e a demanda por crédito porque, em consequência, pode aumentar muito a demanda por recursos dos agentes endividados. Esse exemplo de seleção adversa demonstra porque a autoridade monetária utiliza outros instrumentos que não a taxa de juros - exigência de colaterais como garantia, classificação dos bancos segundo grau de risco e racionamento de crédito - para que o equilíbrio entre oferta e demanda seja alcançado e, simultaneamente, o risco de não pagamento seja reduzido. De outro lado, também pelo fato da informação ser assimétrica, os mutuários consideram todos os bancos iguais e, o que é pior, agem de maneira dependente. A crença na iminência de uma crise financeira seria capaz de iniciá-la porque todos os depositantes, incluindo os que soubessem que o rumor não é verdadeiro, retirariam seus recursos, temendo que a saída em bloco dos clientes causasse a falência. A seleção adversa, neste caso, destrói igualmente os bancos prudentes e imprudentes. A divulgação de informações sobre a verdadeira situação pode ser inócua porque os agentes mal informados consideram que a aquisição de informações adicionais é incapaz de colocá-los em condições de igualdade com os agentes bem informados<sup>1</sup>. Some-se ainda o fato de que a política monetária cumpre também a função alocativa.

<sup>1</sup> A esse respeito, Weisbrod (1988) afirma: "Due to banks' pivotal position in the economy, widespread failures can turn a normal business cycle downturn into a major depression. Contagious bank failures arise in periods of financial uncertainty because the private marketplace is unable to distinguish between healthy and unhealthy institutions. This causes runs on all banks, regardless of their 'true' condition of solvency. Bank regulation is assumed necessary to prevent this catastrophe."

Na ausência de regulação e controle pelo governo, o sistema financeiro tende a discriminar setores de alto risco ou atividades pouco conhecidas como a agricultura, as micro e pequenas empresas, os empréstimos de longo prazo e os projetos mais inovadores. Isto força o governo a intervir para fornecer diretamente crédito para esses setores ou estabelecer empréstimos obrigatórios através de bancos privados.

Assim, embora a crença na capacidade de auto-ajustamento do mercado à uma taxa de juros natural tenha sido exaustivamente apregoada pelos defensores da tese da independência do banco central, foi justamente a constatação da existência de falhas nos mecanismos de mercado, além do reconhecimento de que a política monetária e creditícia representava um poderoso instrumento alocativo e de estabilização, que determinaram que a intervenção dos bancos centrais na economia fosse considerada uma peça essencial no modelo de Estado.

Em resumo, a atuação do Estado na área monetária, não raro de forma expansionista, teve importância decisiva na determinação da trajetória da economia, o que parece desmentir a tese de auto-ajustamento expressa na taxa natural de desemprego. A não neutralidade da moeda parece ter sido comprovada no curto prazo, ao contribuir para a superação de momentos de crise, e também no longo prazo, quando o financiamento dos gastos do governo assumiu importância preponderante, alterando qualitativamente a forma e a velocidade do processo de desenvolvimento dos países.

### **3.2 O debate regras versus discricionariedade: o caminho para a estabilidade da política monetária é único ?**

O debate em torno da independência do banco central, segundo Gordon (1985), divide os autores em dois grupos: os que acreditam que o mercado auto-corriga as imperfeições econômicas e, portanto, defendem o uso de regras; e os que crêem ser necessário o Estado intervir, e defendem o uso de medidas discricionárias.

A divisão apresentada por Gordon, contudo, não é tão trivial. Embora seja surpreendente, prescrições opostas apresentam neste caso, com frequência, o mesmo paradigma teórico. De fato, autores como Hayek (1973), Friedman (1968) e Lucas (1972a), que aceitaram as hipóteses de taxa natural de desemprego e neutralidade da moeda, chegaram à conclusão oposta dos que defendem a independência do banco central: o livre mercado não é compatível com o poder da autoridade monetária, o qual é maior quanto maior for o seu grau de independência. Isto porque a política monetária seria perigosamente potente - no curto prazo - e para evitar inflação e aumento de endividamento, o ideal seria reduzir ao máximo o poder intervencionista da autoridade monetária, através da adoção de regras fixas para os agregados monetários (e não para juros). Assim, a relação entre o arcabouço teórico e a prescrição de política econômica pode não ser tão óbvia quanto parece a princípio. Friedman reconhece que medidas discricionárias poderiam ser mais adequadas se fossem capazes de acertar a evolução dos parâmetros da economia mas, como é grande o prejuízo que decorre dos erros de política monetária, seria preferível substituir a atuação discricionária do banco central por regras de expansão monetária fixadas em lei. Friedman chega a sugerir que o banco central se torne um apêndice do Departamento do Tesouro já que o controle da oferta monetária prescindiria de um banco central independente mas deveria ser buscado por leis.

Já para Hayek (1973), a moeda não é propriamente neutra, mas deveria ser neutralizada para que houvesse equilíbrio, e a melhor forma de evitar os "excessos monetários" seria mantendo o seu lastro real. O autor sugere a situação de *Free Banking*, em que cada banco se responsabiliza pela conversão de suas moedas e passivos em lastro de valor real e a competição entre os bancos comerciais para emissão de suas próprias notas resolve o problema de pagamento de juros sobre tais ativos, resultando no fim da senhoriagem.

Mas se a política monetária é neutra no longo prazo - ou deve ser para que se



torne crível -, porque os governos insistem em empreender políticas fiscais e monetárias expansionistas visando elevar o nível de emprego? A explicação teria sido oferecida pela Escola da Escolha Pública, como em Pissarides (1980) e Buchanan (1986), para quem a política fiscal e a publicidade das obras são utilizadas como instrumento de ação política dos governos, os quais objetivariam alcançar índices de popularidade que lhes permitissem perpetuar-se no poder. Mesmo com expectativas racionais, é possível afetar o nível de emprego no curto prazo surpreendendo os agentes com mudanças não antecipadas do estoque de moeda e provocando distúrbios monetários no médio para o longo prazo. Como os governos tem o horizonte limitado pelo seu tempo de mandato, enfatizam decisões que geram resultados rápidos em detrimento da estabilidade de preços que oferece benefícios no longo prazo<sup>2</sup>.

Para os autores da Escola da Escolha Pública, a independência do banco central pode não ser sinônimo de isolamento de pressões políticas, mas antes uma forma diferente de exercer poder. Em autores como Kydland e Prescott (1977), Buchanan (1986) e Dorn (1987) está presente a conclusão de que a política monetária deveria ser regida por regras fixas, em substituição ao poder discricionário das autoridades do banco central. Mais que isso, o que os autores favoráveis à adoção de regras fixas sugerem é que o objetivo de estabilidade da política monetária pode também ser alcançado por outras vias, sem a independência do Banco Central, mas com o estabelecimento de normas que configurem a política monetária desejada, tais como o anúncio público dos objetivos a serem perseguidos ou a proibição constitucional de que o banco central financie o governo.<sup>3</sup> A separação inicial proposta por Gordon (1985) torna-se ainda mais frágil quando se considera a interpretação de Meltzer (1989) sobre Keynes. Segundo o autor, a grande contribuição de Keynes - talvez o maior defensor da necessidade de intervenção do Estado em economias capitalistas - teria sido enfatizar os danos produzidos pela incerteza e, conseqüentemente, a necessidade de introduzir maior previsibilidade através da adoção de regras. Em vista deste arcabouço teórico, ele também teria se oposto à utilização de medidas discricionárias de cunho fiscal em favor da implementação de regras.

O debate regras x discricionariedade torna-se ainda mais complexo quando se considera que há modelos distintos de independência de banco central. Para Hetzel (1990, p. 165-166), "Central Bank 'independence' implies a separation of central bank decision making from the regular decision making of the political system. This separation implies, for example, that the central bank and the Treasury are institutionally autonomous. Separation of decision making, however, occurs in two very different contexts. In one context, the separation is associated with a rule that commits the central bank to behave in a particular way. This rule could take the form of an explicit law that requires the central bank to maintain a gold standard or an implicit social consensus that the overriding objective of monetary policy is price level stability. In the other context, the separation is associated with discretionary power on the part of the central bank. (...) Inevitably, a central banking possessing discretionary power will have to defend the exercise of that power from other participants in the political system desirous of usurping it. The central bank chooses its own actions, but not without regard to the response of other political actors."

As recomendações desses autores provocaram mudanças no desenho das políti-

<sup>2</sup> Segundo Swinburne e Castello-Branco (1991, p. 5), este fato vem sendo constatado nas Repúblicas da antiga União Soviética: "The more common contemporary interpretation of the problem is that the political leadership tends to take too short-term a view on the appropriate stance of monetary policy at any particular time: consequently, monetary policy tends to take on a stop - go nature, reflecting an excessive interest in shorter-term macroeconomic fine tuning. Therefore, according to this view, monetary stability is more likely to be achieved over time when monetary policy is in the hands of apolitical central bankers who can afford to take the longer view."

<sup>3</sup> Buchanan (1986) chega a defender a idéia de incorporar tais normas na Constituição Federal.

cas monetária e fiscal como, por exemplo, a adoção de metas quantitativas pré-anunciadas para vários conceitos de oferta monetária, a recomendação de restrições mandatórias na geração de déficits públicos e a imposição de limitações constitucionais ao gasto do governo. A política de estabilização do México e da Argentina nos anos 90, por exemplo, tem utilizado regras, embora de formas distintas.

A despeito dessas experiências mais recentes, o que se observa é que as regras fixas mostraram ser de difícil manutenção ao longo do tempo. Na área fiscal, algumas regras nunca chegaram a ser implementadas ou, quando foram, acabaram sendo dribladas. Esse é o caso da proibição constitucional de que o banco central financie o governo no Brasil, regra sempre sujeita a diferentes interpretações, especialmente quando o banco central não exerce apenas as funções consideradas típicas de autoridade monetária. Na área monetária, mudanças inesperadas na demanda por moeda e a alta volatilidade das taxas de juros conduziram ao abandono das metas quantitativas. Argumentava-se que era preciso considerar vários indicadores e metas para a formulação de políticas. De acordo com FMI (1996a), o Federal Open Market Committee - FOMC fundamenta sua análise de determinação de taxa de juros em um leque amplo de indicadores, tais como expectativas inflacionárias, variação do nível de salário e de emprego, spread entre taxas de juros das dívidas pública e privada, perfil da taxa de juros e comportamento da taxa de câmbio e das exportações. Isto porque os índices de atividade econômica e o comportamento dos agregados monetários M2 e M3 nem sempre fornecem um guia seguro para a política monetária.

Em suma, ainda que sejam aceitos os pressupostos quantitativistas, a tese de independência do banco central pode ser rejeitada porque os mesmos argumentos servem para justificar a adoção de regras fixas, em substituição ao poder discricionário da política monetária.

#### ***4 Uma visão crítica dos argumentos empíricos pró-independência do Banco Central***

##### **4.1 A independência do Banco Central é o único caminho para a estabilidade de preços ? ( ou a independência é necessária ?)**

Aqueles que defendem a tese da independência, em geral, alegam que países onde o banco central não é independente seriam justamente os que apresentam taxas de inflação mais elevadas e descontrolado do déficit público. Contudo, se por um lado torna-se difícil constatar empiricamente a validade da adoção de regras fixas, por outro lado, também é difícil a sustentação da tese de que a independência do banco central é o único caminho para assegurar estabilidade de preços. É sempre possível apontar contra-exemplos de países estáveis como a França e o Japão, que não tem banco central independente. Cargill, Hutchison e Ito (1997) citam o caso do Japão, em que o banco central está submetido às razões de Estado e legalmente subordinado ao Ministro da Fazenda e, no entanto, a taxa de inflação é uma das mais baixas do mundo. O Japão utiliza sistematicamente a política fiscal, através de sucessivos pacotes fiscais contracíclicos, com o intuito de estimular a economia. Em setembro de 1995, por exemplo, o governo implementou um pacote fiscal de US\$ 130 bilhões, equivalente a 3% do PIB, motivando uma elevação de 25,2% no investimento público durante o primeiro trimestre de 1996, comparativamente com o mesmo período do ano anterior. Paralelamente à política fiscal expansionista, foi também adotada uma política monetária consubstanciada na redução da taxa de juros para assegurar liquidez às instituições financeiras que se encontravam em dificuldades devido ao grande volume de empréstimos não quitados.

<sup>4</sup> Entre dezembro de 1992 e setembro de 1995, a taxa de redesconto do Banco Central passou de 3,25% para 0,5%.

A política de redução das taxas de juros já vinha sendo utilizada desde fins de 1990<sup>4</sup>, mostrando-se contudo insuficiente para estimular a economia, que apresentou taxas de crescimento decrescentes, em parte, devido à elevada fragilidade do setor financeiro decorrente do alto grau de inadimplência que limitou a oferta de crédito. Além disso, o argumento que em geral se emprega para a independência do banco central é que, por pressão política, quando o banco central não é autônomo, lhe são impostos gastos quasi-fiscais não contemplados no orçamento fiscal. O déficit relevante do ponto de vista macroeconômico não seria necessariamente o que aparece nas estatísticas oficiais, mas o resultado dos subsídios implícitos nas operações de assistência financeira, na execução das políticas monetária e cambial, no crédito à agricultura, dentre outras.

Vários autores tem apontado esse problema tanto no caso do Brasil como da América Latina e observado que, em países com forte estrutura federativa e onde existem bancos estaduais, o problema tende a tornar-se mais grave. O governo central prefere assumir diretamente perdas dos bancos por duas razões: primeiro, porque se o peso relativo desses bancos no sistema financeiro for elevado, a crise pode assumir proporções de crise bancária, razão pela qual o banco central muitas vezes atua como financiador; segundo, porque a alternativa seria permitir que as dívidas dos bancos fossem assumidas pelos governos subnacionais que, em situação de extrema fragilidade, acabariam sofrendo intervenção e tendo sua dívida federalizada. Em vista disto, numa estrutura federativa é muito difícil evitar que o governo central assuma os custos fiscais, seja diretamente ou através do banco central. Em geral, o governo prefere realizar empréstimos subsidiados aos governos subnacionais e tentar impor uma orientação de política econômica (incluído privatização, por exemplo).

Assim, ainda que o banco central seja independente, tais custos continuarão existindo porque, a menos que o formulador de política econômica se abstenha de utilizar instrumentos monetários e cambiais, a ação do banco central sempre terá um custo fiscal. Este poderá aparecer nas estatísticas registrado de modo mais transparente, como déficit primário a ser coberto pelo Tesouro, ou como diferencial de juros, financiado pelo banco central, caso em que haveria um financiamento monetário. A questão básica é determinar se o financiamento monetário deve ser admitido e se o montante de déficit quasi-fiscal do banco central compromete a estabilidade da relação dívida/ PIB. Esta, contudo, é antes uma questão de coordenação entre políticas econômicas e, não, de independência *stricto sensu*. Uma solução alternativa poderia, assim, advir da inclusão de tais gastos em uma espécie de orçamento plurianual que garantisse a estabilidade da relação dívida/ PIB numa sequência de períodos. Isto é, o fundamental seria alcançar maior disciplina fiscal através de uma formulação mais abrangente e rigorosa do orçamento. Além disso, outro ponto a questionar é se a estabilidade de preços é um bom critério de performance econômica, ou o único a ser considerado. Alesina e Summers (1993) e Haan e Sturm (1992) não encontraram correlação significativa entre a independência e as variáveis reais de produto e emprego. Mais que isso, Brusa (1997) aponta a obsessão pela estabilidade da moeda como um fator de crise: "sobran ejemplos de políticas cambiárias obsesionadas por la estabilidad que superditan el manejo del tipo de cambio a su impacto sobre los precios internos, generando de esa forma sobrevaloraciones de la moneda nacional que van acumulando pérdidas patrimoniales que finalmente golpean a las finanzas públicas". De fato, são fortes as conexões entre processo de estabilização (com âncora cambial), rápido influxo de capitais externos e instabilidade dos sistemas bancários. Seguindo os estudos pioneiros de Salant & Henderson (1978) e Krugman (1979), a recente literatura sobre crise de balanço de pagamentos tem analisado as condições em que rui a taxa de câmbio fixa ou administrada. Segundo esses autores, ao criar um déficit persistente no balanço de pagamentos, a política cambial pode provocar a antecipação racional do especulador do colapso do regime e do quantum da desvalorização necessária, que terminam por dar origem a

ataques ao estoque de reservas internacionais do banco central. Ainda, de acordo com Frankel (1996), desde 1992 a maioria das crises cambiais teria resultado do esforço dos governos em tentar fixar taxas de câmbio com paridades não justificadas pelos fundamentos econômicos.<sup>5</sup>

Assim, ainda que inflação baixa possa ser tomada como critério exclusivo de performance econômica, o que por si só é questionável, existem poucas evidências empíricas de que a independência do banco central seja o único ou o melhor caminho para obtê-la.

#### **4.2 A independência é o fator determinante para assegurar estabilidade de preços ?**

O sucesso de uma política de estabilização pode ser mais explicado pelo atrelamento da taxa de câmbio à moeda de um país com pequena inflação e pela política comercial, que pela independência do banco central. A fixação da taxa de câmbio nominal tem sido utilizada por muitas economias e em épocas diferentes porque, dessa forma, espera-se "importar" a inflação baixa vigente no parceiro de referência e, de acordo com o Banco Mundial (1997), a abertura externa é instrumento importante para o sucesso do controle do aumento dos preços.<sup>6</sup> Também para Moreno (1994), por exemplo, a estabilidade de preços no Leste Asiático está mais relacionada com o alto grau de abertura da região do que com o grau de independência do banco central. É sempre possível argumentar também que, embora o banco central seja independente, o sucesso da política de estabilização é explicado por outros fatores. Lastra (1997), por exemplo, é categórica ao afirmar que a independência do Banco Central não garante estabilidade de preços e aponta outros elementos disciplina no mercado de trabalho e suporte financeiro e não financeiro a comunidade, entre outros. Estudo de Cukierman e Webb (1995) também corrobora a proposição de Lastra ao concluir que a instabilidade política, mais do que a ação do banco central, explicaria a maior inflação dos países em desenvolvimento.

Numa postura menos radical, pode-se afirmar que, embora o banco central seja efetivamente capaz de controlar a economia de modo a ajustá-la, a credibilidade da política monetária não resulta de um banco central independente, mas sim, de toda política econômica. Isto porque o grau de independência pode ser também afetado por outras funções não monetárias do banco, tais como, a administração da taxa de câmbio, das reservas internacionais e da dívida pública, entre outras.

#### **4.3 A independência é suficiente para assegurar melhor performance econômica?**

De acordo com Fisher (1985), são duas as abordagens da tese de independência do banco central: a independência por meta, da visão conservadora de Rogoff (1985) e a independência por instrumento, que corresponde à visão de agente principal de Walsh (1993) e Persson e Tabellini (1996). Rogoff (1985) atribui maior peso aos desvios inflacionários promovidos pelo formulador de política econômica. Nesse sentido, a independência do banco central permitiria que a política monetária cumprisse seu objetivo "natural" de perseguir estabilidade de preços, pois a emissão monetária seria realiza-

<sup>5</sup> Este esforço governamental teria explicado a saída da libra esterlina e da lira italiana do Sistema Monetário Europeu - EMS em 1992 e a crise do México em 1994.

<sup>6</sup> A velocidade de convergência das taxas de inflação depende, entretanto, da importância relativa dos bens não-transacionáveis.

da apenas para atender a necessidade de meio circulante da economia, evitando inflação. Na visão de Walsh (1993) e Persson & Tabellini (1996), o banco central seria punido por desvios da meta contratual, o que garantiria seu compromisso com a estabilidade de preços. Na visão de Rogoff (1985) e Haan e Sturm (1992), o banco central seria naturalmente mais conservador do que o tesouro, pois atribuiria mais importância ao objetivo de estabilidade de preços vis a vis outros objetivos conflitantes. A preferência do banco central pela estabilidade de preços seria constante ao longo do tempo, ao passo que a do tesouro estaria sujeita a choques políticos, aleatórios mas persistentes. Quando o tesouro e o banco central tivessem a mesma vantagem informacional, o tesouro preferiria resultados mais rápidos. As decisões do banco central, ao contrário, estariam apoiadas num horizonte de planejamento mais longo e menos influenciado por pressões e interferências políticas. A hipótese é que, livres da alegadamente ilegítima interferência do governo, os bancos centrais perseguiriam seu objetivo natural: a estabilidade de preços.

A idéia de que os bancos centrais possuem uma natureza intrínseca, uma função objetivo como as firmas e os consumidores, é contestada por aqueles que apontam o conflito entre os objetivos do banco central (Goodhart, 1994).

Para Carvalho (1995-96), a tentativa de transformar a tese da independência em uma proposição empírica parece revelar sua fragilidade teórica pois seus defensores tendem a considerar o dever do banco central de combater a inflação como um axioma óbvio quando não é. O maior ponto de fragilidade seria supor que, livres para agir de acordo com sua natureza, os bancos centrais iriam fatalmente perseguir a estabilidade de preços e controlar a quantidade de moeda, quando, na verdade, a função de emprestador de última instância - o banco dos bancos - freqüentemente entra em conflito com o objetivo de manter a oferta monetária sob controle estrito. Assim, de um lado há o aumento da base monetária provocado, por exemplo, por uma atuação expansionista no mercado secundário de títulos e, de outro, o objetivo de restringir a liquidez para manter baixa a inflação.

A posição da Escola da Escolha Pública, embora também crítica, diverge da perspectiva de Carvalho (1995-96) e de outros autores pós-keynesianos. Buchanan (1986) questiona se a independência de fato garantiria que os bancos centrais buscassem a estabilidade de preços em vez de adotarem outras políticas para aumentar o seu poder, influência ou mesmo ganhos financeiros. O mais provável, segundo os autores, é que a burocracia estatal trabalhasse objetivando aumentar seu poder e status na máquina administrativa. Caso o banco central se tornasse independente, a instituição se transformaria num quarto poder, com o agravante de que não teria suporte ou aprovação da sociedade. Conforme observa Oliveira (1986, p. 11), no âmbito da Lei Complementar no. 12 e sob o argumento de conceder "autoridade e flexibilidade absolutas às A. M., (...) os limites anteriormente existentes de expansão da dívida pelas A. M. foram banidos e mesmo os encargos da dívida foram incluídos no próprio giro da dívida sem transitarem pelo Orçamento Geral da União". O Banco Central estava autorizado a emitir títulos públicos ilimitadamente para executar despesas extra-orçamentárias para atender encargos da dívida ou sob o argumento de tratar-se de uma operação típica de política monetária. A política monetária, aliás, estava associada à neutralização dos efeitos expansionistas da formação de estoques de divisas internacionais, das operações de socorro ao sistema financeiro e das operações de fomento que ocorriam via Conta Movimento do Banco Central no Banco do Brasil, estas últimas com caráter nitidamente fiscal. Esse processo, longe de contribuir para a estabilidade de preços, acabou "induzindo as finanças públicas ao caos a ponto de impossibilitar o correto dimensionamento da dívida e do déficit públicos." (Oliveira, 1986, p. 2)

Em reação a esses argumentos, outros autores assumem uma posição normativa e dizem que, ainda que perseguir a estabilidade de preços não seja tão "natural", o banco central deve buscar ter apenas esse objetivo porque o socorro a bancos pode estimular a irresponsabilidade dos executivos financeiros, tornando-se recorrente. Este é o para-



doxo do "risco moral": os riscos do sistema financeiro aumentam exatamente quando se fazem esforços para evitar o seu colapso. Mais que isso, a ação torna-se recorrente porque a falta de imposição de disciplina dos governos implica garantias de que perdas futuras serão pagas pela coletividade. Entretanto, o que se verifica na prática, é que, em geral, os países optam pela assistência financeira a despeito da possibilidade da crise tornar-se recorrente. Além disso, se a defesa do poder de compra da moeda conflita com a manutenção da credibilidade do sistema financeiro através de socorros financeiros, de pouco adianta retirar a função de regulamentação do banco central.

Em resumo, a independência do banco central pode resultar tanto numa política monetária isolada de pressões políticas como num considerável poder discricionário na determinação e operação da política monetária e, por isso mesmo, torná-la expansionista. Não há a priori uma garantia quanto à evolução da política monetária e o comportamento dos preços.

### 5 Comentários finais

A proposição de que o sucesso da proposta de independência do banco central seria comprovado pela experiência de vários países que já a adotaram é também contestada com base no caráter individualizado da experiência da independência que torna difíceis as comparações. Há vários graus de independência distintos e a legislação nem sempre é um bom referencial pois pode estar distanciada da prática. Conclui-se, portanto, que a independência é difícil de conceber e ainda mais difícil de mensurar, devendo-se buscar o grau de independência mais adequado às particularidades de cada país, considerando os objetivos de um banco central e a sua interação com a política econômica nos vários arranjos nacionais possíveis. Não é possível comprovar empiricamente que esse é o único caminho para a estabilidade de preços, ou mesmo que fator preponderante.

### Referências bibliográficas

- ALESINA, Alberto, SUMMERS, Lawrence H. Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence, *Journal of Money, Credit and Banking*, n. 25, p. 152-162. May, 1993.
- BRUSA, José Mauro. *Fortalecimiento de la capacidad gerencial para el ejercicio del poder fiscal del estado*. 1997. Mimeogr.
- BUCHANAN, J. M. *Liberty, Market and State: Political Economy in the 1980s*, Brighton: Harvester Press, 1986.
- BURDEKIN, Richard C.K., LANEY, Leroy O. Fiscal Policymaking and the Central Bank Institutional Constraint, *Kyklos*, v. 48, n. 4, 1988.
- CARGILL, Thomas F., HUTCHISON, Michael M., ITO, Takatoshi. *The Political Economy of Japanese Monetary Policy*. 1997. [S.l.], The MIT Press.
- CARVALHO, F. J. C. The independence of central banks: a critical assessment of the arguments. *Journal of Post Keynesian Economics*, v.18, n. 2, Winter, 1995.
- COSTA, Fernando Nogueira da. Política de Câmbio e Juros versus Dolarização Programada e Banco Central Independente, *Texto para Discussão*, n. 4, Instituto de Economia, Unicamp, 1992.
- COTARELLI, Carlo. Limiting Central Bank Credit to the Government: Theory and Practice. Occasional Paper 110, IMF, 1993.
- CRAWFORD, A. J., EZZELL J. R., MILES, J. A. Bank CEO Pay-Performance Relations and the Effects of Deregulation. *Journal of Business*, n. 68, p. 231-255, 1995.
- CUKIERMAN, Alex, WEBB, Steven B., NEYAPTI, Bilin. Measuring the independence

- of central banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review*, v. 6, n. 3, p. 353-398. 1992.
- CUKIERMAN, Alex. Central Bank Strategy, Credibility, and Independence : Theory and Evidence. Cambridge, Mass : MIT Press, 1992.
- CUKIERMAN, Alex, WEBB, Steven B. Political Influence on the Central Bank: International Evidence. *The World Bank Economic Review*, v. 9, n. 3, p. 397-423, 1995.
- DORN, J. The Search for Stable Money : a historical perspective. In: DORN, James, SCHWARTZ, Anna J. (Ed.). *The Search for Stable Money : Essay on Monetary Reform*. Chicago : University of Chicago, 1987.
- EFFROS, R. C. Current Legal Issues affecting Central Banks. Introdução, IMF, 1997.
- FISHER, Stanley. Central Bank Independence Revisited. *American Economic Review*, v. 85, n. 2, p. 201-206. maio, 1985.
- FRANKEL, Jeffrey. How Well Do Markets Work: Might a Tobin Tax Help? In: ULHAG, Mahbud, KAUL, Inge, GRUNBERG, Isabelle. *TOBIN Tax, Coping with Financial Volatility*. Oxford : Oxford University Press, 1996.
- FRIEDMAN, Milton. The Quantity Theory of Money - a Restatement., FRIEDMAN, M. *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago : The University of Chicago Press, 1956.
- FRIEDMAN, Milton. The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, v. 58, n. 1, 1968.
- GLASNER, David. *Free banking and monetary reform*. Cambridge : Cambridge University Press, 1989.
- GOMES, Luiz Souza. *Bancos Centrais e Instituições Internacionais de Crédito*. Rio de Janeiro : Fundação Getúlio Vargas, 1967.
- GOODHART, C. What Should Central Banks do? What Should Be Their Macroeconomics Objectives and Operations? *The Economic Journal*, p. 1424-1436, Nov. 1994.
- GORDON, Gary. Banking Theory and Free Banking History, *Journal of Monetary Economics*, n. 16, p. 267-276, 1985.
- HAYEK, Friedrich A. *Law, Legislation and Liberty*, London : Routledge & Kegan Paul, 1973.
- HETZEL, Robert L. Central Banks' Independence in Historical Perspective. A Review Essay, *Journal of Monetary Economics*, n. 25, p. 165-176, 1990.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF - United States—Recent Economic Developments, [S.l.], 1996a. IMF Staff Country Reports, n. 96/93
- KRUGMAN, P. A model of balance of payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, n. 11, p. 311-325, 1979.
- KYDLAND, F. E., PRESCOTT E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of Optimal Plans, *Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3, 1977.
- LASTRA, Rosa Maria. Comment. *Current Legal Issues Affecting Central Banks*, v. 4, p. 73-82. 1997. Papers from seminars sponsored by the Legal Department of the IMF and IMF Institute. International Monetary Fund.
- LUCAS, JR. Robert E. Expectations and the Neutrality of Money, *Journal of Economic Theory*, 1972a.
- LUCAS, JR. Robert E. Econometric Testing of the Natural Rate Hypothesis. R. E. LUCAS. *Studies in Business-Cycle Theory*, Oxford : Basil Blackwell, 1972b.

- MELTZER, Allan H. The Demand for money: the evidence from the time series. *Journal of Monetary Economics*, n. 71, p. 219-246, 1963.
- MELTZER, Allan H. Keynes' monetary theory : A different interpretation. New York : Cambridge University Press, 1988.
- MILL, J. Stuart. Principles of political economy. New York : Ed. Ashey, 1929.
- MINSKY, H.P. Stabilization in Unstable Economy. Yale : Yale University Press, 1986.
- MORENO, R. Explaining Asia's Low Inflation. *FRBSF Weekly Letter*, n. 94, 1994.
- OLIVEIRA, João do Carmo. Reordenamento Financeiro do Governo Federal: implicações da Lei Complementar nº12, *Texto para discussão*, Brasília, DF : UnB, n. 163, 1986.
- PERSSON, T. & TABELLINI, Guido. Monetary Cohabitation in Europe. *American Economic Review*, v. 86, n. 2, May, 1996.
- PISSARIDES, C. A. British Government Popularity and Economic Performance. *The Economic Journal*, n. 90, 1980.
- RICARDO, David. The works and correspondence of David Ricardo. Ed. P. Sraffa (1951-73). Cambridge : Cambridge University, 1981.
- ROGOFF, Kenneth. The Optimal Degree of Commitment to an International Monetary Target. *The Quarterly Journal of Economics*, n. 100, p. 1169-1188, Nov. 1985.
- SALANT, S. HENDERSON, D. Market anticipation of government policy and the price of gold. *Journal of Political Economy*, n. 86, p. 627-648, 1978.
- SARGENT, Thomas J. Macroeconomic Theory. San Francisco : Academic Press, 1979.
- SAY, Jean B. Um Tratado de Economia Política, São Paulo : Abril Cultural, 1983.
- SCHUMPETER, J. A. Teoría del desenvolvimiento económico. Madrid : Fondo de Cultura Económica, 1977.
- SWINBURNE, Mark, CASTELLO-BRANCO, Marta. Central Bank Independence: Issues and Experience, IMF Working Paper no. 91/58. Washington : International Monetary Fund. Mimeogr.
- VOLCKER, P., MANCERA, M., GODEAUX, J. Perspectives on the Role of Central Bank, IMF. Xii + 88 p.
- WALSH, Carl E. Central bank strategies, credibility and independence: a review essay. *Journal of Monetary Economics*, v. 32, p. 287-302, n. 2, 1993.
- WEISBROD Steven R. Regulation of International Banking. A review Essay. *Journal of Monetary Economics*, n. 22, p. 347-352.
- WICKSELL, J. G. K. The Influence of the rate of Interest on Prices. *Selected Papers on Economic Theory*, [S.l.] : Sentry Press, 1969.
- WITHERS, Hartley. *The Meaning of Money*. 5. ed. Londres : Macmillan, 1930.
- WORLD BANK. Global Economic Prospect and The Development Countries. Washington, D.C., 1997.